Franklin Serrano[**]

Relações de Poder e A Política Macroeconômica Americana, de Bretton Woods ao Padrão Dólar Flexível[*].

Introdução

O objetivo do presente trabalho é tentar mostrar a importância estratégica da política de defesa da posição internacional do dólar e também da orientação geral da política macroeconômica americana para: 1) a vitória do lado capitalista na Guerra Fria; 2) o posterior restabelecimento e aumento do poder de barganha das classes proprietárias em relação à classe trabalhadora nos EUA e finalmente 3) a consolidação da liderança do Estado Americano em relação aos demais Estados Nacionais, que ocorreu na década de 80 do século XX.

O outro fator central, e talvez o mais importante de todos, para o sucesso do Estado americano e do capitalismo foi o desenvolvimento do complexo científico-industrial-militar dos EUA, que garantiu a liderança militar e tecnológica americana – conforme mostra Medeiros (2004a, neste volume). Este fator não será tratado neste artigo, a não ser do ponto de vista do seu respectivo impacto macroeconômico sobre a demanda efetiva.

O presente trabalho se diferencia marcadamente de outros sobre este mesmo tema em dois aspectos principais. Em primeiro lugar, o trabalho é explicitamente baseado, tanto a nível teórico quanto de interpretação histórica, na abordagem clássica do excedente desenvolvida pelos seguidores de Piero Sraffa (em particular Pierangelo Garegnani, Massimo Pivetti e Antonella Stirati).

Nesta abordagem, a distribuição de renda, os preços relativos e a inflação são fortemente influenciados por fatores políticos e institucionais enquanto que o crescimento da economia depende fundamentalmente da evolução da demanda efetiva. Esta, por sua vez, depende diretamente do curso das políticas macroeconômicas (fiscais, monetárias, cambiais e de renda) dos Estados Nacionais[1].

[**] Professor adjunto, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro (franklin@ie.ufrj.br).

[*] O autor agradece, evidentemente sem implicar responsabilidade pelo resultado, a Carlos Medeiros, Pierangelo Garegnani e Massimo Pivetti (por discussões sobre o tema e acesso a seus trabalhos ainda em andamento), Julia Braga (pela eficiente assistência de pesquisa) e ao CNPq (pelo apoio financeiro).

[1] Esta abordagem, que retoma a longa tradição da "teoria objetiva do valor" que se inicia com William Petty no século XVII tem, em particular, a vantagem de se basear

Uma segunda diferença marcante entre este trabalho e outros vem do fato de que, em nossa opinião, a importância e o poder da economia dos EUA tem sido drasticamente subestimada na literatura crítica, tanto no período da "Idade de Ouro" do segundo pós-guerra quanto especialmente depois da retomada da dominância americana na década de 80. No período mais recente, a visão da 'decadência econômica americana', isto é, a idéia de que a economia americana seria inerentemente frágil financeiramente e crescentemente 'dependente do exterior' e que, portanto, estaria sempre a beira de uma grave crise, tem ficado cada vez mais popular entre os economistas críticos. Acreditamos que uma re-interpretação das linhas gerais da evolução da política macroeconômica americana desde o pós-guerra sirva para questionar este tipo de interpretação ao mostrar o quanto o Estado americano de fato conscientemente tem tentado (e conseguido) manter o sistema sob razoável controle. Na realidade, o resto do mundo é que está cada vez mais dependente do mercado, da moeda e das decisões de política econômica dos EUA, freqüentemente tomadas a partir de prioridades internas deste país.

O trabalho está dividido em duas partes. A primeira parte examina as linhas gerais da política macroeconômica americana no período que vai do início da Guerra Fria, em 1947, ao final da década de 70, enquanto que a segunda parte refere-se ao período de 1979 até os dias atuais.

Ao longo de todo o período posterior à Segunda Guerra Mundial até os dias de hoje, o governo dos EUA, em contextos bastante diversos, teve sempre como prioridade explícita impedir o surgimento de uma restrição externa efetiva à política macroeconômica americana. O sucesso destes esforços reforçou substancialmente o poder de barganha dos EUA em relação aos demais países e também deu um grande grau de liberdade para que o Estado americano pudesse implementar o tipo de política macroeconômica (monetária, fiscal, cambial e de rendas) considerada prioritária em cada período.

Como veremos na primeira parte deste trabalho, a prioridade da política macroeconômica norte-americana, de 1947 até meados dos anos 60, foi a obtenção de uma elevada taxa de crescimento e altos níveis de emprego nos EUA juntamente à rápida reconstrução e o desenvolvimento dos países aliados na Guerra Fria.

No final dos anos 60 se inicia um período de contestação da ordem e do poder americanos, tanto do ponto de vista interno (conflito distributivo, desobediência civil, demandas pela democratização do Estado) quanto

---

inteiramente em conflitos, técnicas e instituições objetivamente observáveis em situações históricas concretamente definidas (Medeiros, 2001 e Aspromourgos, 1996) e, portanto não precisa supor que existam invisíveis "tendências imanentes" e inevitáveis do capitalismo (a chamada "teoria da história") que predeterminariam seu curso.

externo (expansão do bloco comunista, pressão por maior poder dos aliados e de maior autonomia de países do terceiro mundo). Diante desse quadro, inicialmente o Estado americano manteve como prioridade a perseguição de taxas de crescimento que garantissem um alto nível de emprego interno, a despeito da aceleração da inflação, enquanto ao mesmo tempo começava um endurecimento da política em relação aos aliados externos, através do abandono do sistema de Bretton Woods e de mudanças na política de segurança energética[2].

Na segunda parte do trabalho veremos como, com a ofensiva conservadora interna na virada dos anos 80, a prioridade central mudou, passando a ser o controle da inflação e a resolução do conflito distributivo e de poder interno a favor das classes proprietárias[3]. No plano externo, por sua vez, partiu-se para um endurecimento ainda maior com os aliados, num contexto geopolítico em que se tentava derrotar de vez a URSS.

A partir de meados da década de 80 até o início do século XXI, com a estabilização da inflação, a consolidação do padrão dólar flexível e a vitória nos conflitos de poder internos e externos, a política macroeconômica interna se volta novamente para recuperar o crescimento e a obtenção de níveis toleráveis de desemprego. No lado externo a prioridade se torna administrar e estabilizar o novo sistema, no qual a liderança americana não é mais contestada. Chamaremos a atenção em particular para a marcante estabilidade macroeconômica do sistema vigente nas últimas duas décadas.

A ERA DE KEYNES E SUA CRISE [1947-1979].

O COMPROMISSO [1947-68].

- *Três Bretton Woods.*

O Padrão Ouro-Dólar, também conhecido como Sistema de Bretton Woods, era baseado em taxas de câmbio fixas dos países centrais, porém reajustáveis, pois podiam mudar por decisões de política em relação ao dólar e em relação ao preço oficial do ouro. O preço oficial do ouro em dólares foi

---

[2] Neste trabalho, além das políticas propriamente macroeconômicas, vamos examinar também a política americana no que diz respeito ao preço do petróleo, devido ao seu importante impacto macroeconômico e ao fato de que, em nossa visão, a maioria dos analistas críticos não dá importância suficiente ao papel central que a política energética americana tem na determinação do preço internacional do petróleo.

[3] Neste trabalho seguimos a tradição clássica da abordagem do excedente que define as classes sociais a partir da sua inserção no processo produtivo. Assim, para nossos propósitos, classe trabalhadora é aquela fração da população que não pode sobreviver sem a renda do trabalho.

mantido constante até 1971. Fazia também parte do sistema o controle de fluxos de capitais de curto prazo, na maior parte dos países.

Após a II Guerra Mundial houve a tentativa de reconstrução do sistema monetário internacional que havia se desorganizado desde a Grande Depressão dos anos 30. A posição dos EUA neste momento era muito forte, pois praticamente todos os países aliados haviam tomado empréstimos nos EUA durante a guerra, além do que uma boa parte das reservas de ouro do mundo estava nos EUA. Ao vencer a II Guerra Mundial, a vitória militar americana não foi somente contra o eixo Alemanha-Japão-Itália mas, do ponto de vista econômico, os EUA derrotaram de vez toda a Europa Ocidental. Foi com essa posição inicial de poder, particularmente assimétrica dos EUA, que foi construída a ordem financeira e monetária internacional do pós-guerra.

Keynes, como representante da Inglaterra na conferência de Bretton Woods, em 1944, participou das negociações sobre como seria a ordem internacional quando a guerra terminasse e propôs uma espécie de moeda mundial, que não seria a moeda de nenhum país específico e que gerasse maior simetria e estabilidade nas relações econômicas internacionais. Keynes considerava que o sistema monetário internacional tendia a impor um viés deflacionista à economia mundial e pensava em formas de evitar este viés. Para que isso fosse possível, em primeiro lugar, a moeda internacional não deveria ser o ouro, pois Keynes considerava a moeda metálica cara e ineficiente, completamente anacrônica e inadequada a um sistema financeiro moderno. A moeda internacional também não deveria ser a moeda nacional de um país específico senão este país teria a vantagem assimétrica de ser o único a fechar suas contas externas em sua própria moeda. Keynes propôs então uma moeda nova, o "Bancor", que seria usada somente para pagamentos internacionais e seria emitida por uma autoridade monetária verdadeiramente internacional. Além disso, Keynes achava que a autoridade monetária internacional (papel que seria cumprido pelo FMI) deveria impor regras de ajustamento aos países de forma que fosse eliminado o viés deflacionista do sistema monetário internacional. Este viés, segundo Keynes, vinha do fato de que normalmente, num sistema de câmbio fixo, nenhum país sofre qualquer sanção ou entra em qualquer dificuldade grave quando tem superávits contínuos na balança de pagamentos e acumula reservas, enquanto os países deficitários que perdem reservas são sempre obrigados (de uma forma ou de outra) a fazer ajustes recessivos. Keynes argumentava que o sistema monetário internacional deveria incluir regras que não apenas forçassem os países deficitários a economizar divisas, mas que também levassem os países cronicamente superavitários a expandir suas economias e suas importações, para que a economia mundial pudesse caminhar na direção do pleno emprego.

Finalmente, Keynes via como essencial, para que fosse possível o crescimento da economia e do próprio comércio internacional, que os fluxos de capitais de curto prazo fossem fortemente controlados. A idéia era evitar que movimentos especulativos na conta de capital perturbassem o ajustamento externo dos países, permitindo que a taxa de câmbio e as reservas internacionais fossem administradas de acordo com as mudanças na competitividade real e nos níveis de atividade produtiva das diversas economias. Esse era, em linhas gerais, o esquema que Keynes queria propor em Bretton Woods. Naturalmente não foi essa idéia que foi aprovada.

A proposta aprovada, por influência da delegação americana, tinha pouco a ver com a idéia original de Keynes, exceto pelo fato de que foram aceitas as restrições aos fluxos de capital de curto prazo. A proposta aprovada em Bretton Woods foi a de um sistema no qual as moedas-chave seriam teoricamente o ouro, o dólar e a libra (embora a libra tivesse um papel secundário dado o alto grau de endividamento externo em ouro e dólares da Inglaterra) e, na sua operação prática, era quase que somente o dólar. Além disso, o FMI, em vez de um banco central mundial, se transformou numa fonte de liquidez de emergência com recursos bastante limitados e principalmente numa espécie de comitê de cobrança dos credores internacionais, com a implicação de que todo o ajuste sempre recairia sobre os países deficitários.

Mas se as regras do sistema eram tão contrárias à visão de Keynes porque então todos consideram que o período em que perdurou o sistema de Bretton Woods foi a “Idade de Ouro” do Keynesianismo? Esse paradoxo pode ser explicado se distinguimos três diferentes sistemas de Bretton Woods, a saber: 1) o sistema "utópico" proposto por Keynes; 2) as regras aprovadas no acordo e 3) a maneira pela qual o sistema foi administrado na prática pelos EUA[4].

A proposta aprovada dava grande poder assimétrico para os países superavitários e o grande país superavitário naquele momento era os EUA. Logo, havia o perigo dos EUA decidirem manter seu superávit, praticar políticas protecionistas e não tolerar ajustes na taxa de câmbio dos países menos competitivos. Se isto tivesse ocorrido a economia mundial capitalista poderia entrar novamente numa fase de estagnação[5].

No entanto, nada disso ocorreu, pois em 1947 começou a Guerra Fria e a prioridade da política externa americana (exemplificada pelo Plano Marshall) passou a ser a reconstrução e o desenvolvimento acelerado dos países da órbita capitalista. Esse fator geopolítico fez com que os EUA operassem o sistema monetário e financeiro internacional de uma forma

[4] Para uma análise destes aspectos distintos do sistema de Bretton Woods ver Panic (1995).
[5] No entre guerras os EUA, mesmo superavitários, praticaram políticas de subir os juros, aumentar tarifas e desvalorizar o câmbio contribuindo significativamente para causar a Grande Depressão (ver Medeiros & Serrano, 1999).

extremamente benigna no ponto de vista de estimular o crescimento dos demais países centrais. É por esse motivo que o sistema de Bretton Woods acabou operando em grande parte da forma como Keynes gostaria. Isso se deu pela decisão da política americana de recuperar e desenvolver as economias capitalistas tanto na Europa quanto na Ásia, para defender o "mundo livre" da ameaça do comunismo.

- *Kalecki e a "Reforma Crucial".*

Em seu famoso artigo "aspectos políticos do pleno emprego" Kalecki (1943) argumentou que embora as classes proprietárias não fossem contra intervenções limitadas do governo em economias em recessão, haveria forte oposição a um conjunto de políticas que implicassem na *manutenção* de condições próximas ao pleno emprego em longo prazo. A oposição seria forte uma vez que tais políticas necessariamente envolveriam uma crescente participação do governo na economia com a conseqüente redução da importância da classe capitalista e do poder econômico na sociedade. Haveria uma mudança substancial no poder de barganha (tanto econômico quanto político) dos trabalhadores no sentido de uma diminuição da "disciplina", aumento da demanda por maior participação popular nas decisões do governo e até nas decisões internas das grandes firmas, pressões por aumentos salariais etc. Estas tensões fatalmente levariam a um acirramento do conflito distributivo e a pressões inflacionárias que tenderiam, nos países capitalistas democráticos, mais cedo ou mais tarde, a trazer ao poder grupos e partidos interessados em restabelecer a ordem via políticas econômicas ortodoxas contracionistas.

Kalecki baseou sua análise nos curtos ciclos políticos de política econômica observados nos anos 30 onde, até o início da Segunda Guerra Mundial, apenas os governos fascistas conseguiram manter de forma permanente políticas de pleno emprego, pois neste caso, como explicava Kalecki, o controle político e social dos trabalhadores eram mantidos diretamente pela repressão[6].

No último parágrafo de seu artigo, Kalecki dizia que, se algum dia os países capitalistas conseguissem adaptar suas instituições sociais e políticas às condições de pleno emprego mais ou menos permanentes e ao conseqüente crescimento do poder de barganha dos trabalhadores, uma "reforma fundamental" teria sido incorporada ao capitalismo.

Quando observamos a experiência do pós-guerra vemos que a distribuição, tanto pessoal quanto funcional da renda tinha melhorado substancialmente durante a Segunda Guerra Mundial, especialmente nos

---

[6] De acordo com Kalecki (1943: 352), no fascismo *the necessity for the myth of ´sound finance` ...is removed. In a democracy one does not know what the government will be like. Under fascism there is no next government.*

EUA. Esse arranjo distributivo, grosso modo, se manteve pelas duas décadas seguintes. Por outro lado, a inflação nos países industrializados até o final dos anos 60 não foi excepcionalmente baixa em termos absolutos em comparação a períodos históricos anteriores e até se mostrou bem persistente. No entanto, as taxas de inflação mantiveram-se dentro de patamares relativamente baixos se levarmos em conta as excepcionalmente altas taxas de crescimento do produto e baixas taxas de desemprego ao longo deste período.

Esta performance foi resultado de um nível bastante moderado de conflito distributivo nos países capitalistas centrais no pós-guerra praticamente até o fim dos anos sessenta, contrariando o que Kalecki havia previsto.

Nos EUA, este baixo nível de conflito e contestação parece ter sido resultado da forte, rápida e eficaz repressão aos sindicatos e organizações de esquerda que ocorreu a partir de 1947[7]. Esta repressão fez emergir um processo político em geral, e um padrão de organização sindical e negociações em particular, na qual os sindicatos obtinham alto nível de emprego e salários reais crescentes em troca de relações trabalhistas bastante moderadas e pouco contestatórias da estrutura de poder tanto das firmas quanto do Estado.

Em outros países industrializados, onde a esquerda e o movimento operário se tornaram mais fortes, a disciplina foi mantida em boa parte pelas restrições externas que o regime de câmbio fixo impunha às políticas econômicas que tentassem acomodar tensões inflacionárias. Em alguns países específicos onde talvez a esquerda fosse “forte demais”, o compromisso com a moderação das reivindicações se devia também ao justificado temor de que uma radicalização levasse a golpes militares domésticos patrocinados pelos EUA, em nome da luta do mundo livre contra a ameaça comunista.

Por outro lado, nos EUA, uma crescente presença do Estado na economia de fato se mostrou necessária para fazer prevalecer políticas de alto crescimento da demanda efetiva requerida para a obtenção de condições próximas ao pleno emprego. No entanto, no caso americano, o drástico aumento do tamanho do setor público foi feito especialmente através da expansão acelerada dos gastos militares e do programa espacial. Esta atuação do governo de forma alguma estava sujeita às mesmas objeções por parte das classes proprietárias que ocorreriam se houvesse a necessidade de

---

[7] Sobre as relações políticas entre trabalho e capital nos EUA no pós-guerra ver Kotz, McDonough & Reich (1994) e Marglin & Schor (1990).

estatizar parte do investimento privado ou expandir "demasiadamente" o Estado de Bem Estar Social[8].

Nos demais países capitalistas, na Europa e na Ásia, o crescimento do Estado de Bem Estar Social e a estatização do investimento em alguns setores estratégicos foi necessária em nome da reconstrução e do desenvolvimento acelerado. Este maior grau de intervenção estatal era mais aceito pela maior proximidade destes países com a "frente de batalha" da Guerra Fria. Além disso, um componente essencial da expansão da demanda final nestes países foi o crescimento acelerado de suas exportações estimuladas pela expansão da economia americana.

- *O Mito do Declínio Econômico Americano.*

As decisões americanas destinadas à recuperação das economias capitalistas na Europa e na Ásia envolveram diversos aspectos, quais sejam: 1) mudanças na paridade cambial dos outros países – o preço oficial do ouro em dólar ficou estável mas os próprios americanos apoiaram e ajudaram a promover desvalorizações no câmbio dos outros países para se tornarem mais competitivos em relação aos EUA; 2) promoção de investimentos diretos em massa nos países aliados; 3) missões técnicas de transferência de tecnologia; 4) gastos militares no exterior utilizando estes países como fornecedores; 5) abertura do mercado de importações nos EUA para países aliados em termos vantajosos; 6) ajuda externa direta em termos de doações via Plano Marshall; 7) tolerância com tarifas protecionistas, com subsídios às exportações locais e com restrições às importações de produtos americanos nos países aliados, entre outros.

Evidentemente, o sucesso deste conjunto de medidas fez com que naturalmente ao longo do tempo, o superávit comercial e de conta corrente americanos fossem diminuindo cada vez mais até se transformarem em pequenos déficits em 1971. Além disso, o sucesso desta política também fez não só com que as economias dos países aliados crescessem mais rapidamente do que a americana, com também com que o diferencial de produtividade entre a economia americana e as demais fosse substancialmente reduzido em diversos setores.

Muitos analistas, em nossa opinião incorretamente, interpretam essa queda dos superávits externos americanos e da recuperação dos países aliados como indício de que os EUA viveram uma fase de "declínio econômico" no período de Bretton Woods – visto que de 1946 até 1970 diversos indicadores, como a parcela americana nas exportações e produção mundiais, naturalmente sofreram uma grande redução. Mais ainda, a partir

---

[8] Pivetti (1992) chama a atenção para este importante aspecto político do Keynesianismo bélico americano e mostra como os gastos militares americanos foram importantes para a expansão americana (e dos demais países capitalistas) no pós-guerra.

daí argumenta-se que o fim do sistema de Bretton Woods teria sido causado pelo grande declínio relativo do poder americano em relação aos outros países capitalistas.

Embora seja fato que, uma vez recuperados, os demais países capitalistas aliados passaram a questionar cada vez mais diversas decisões americanas e a tentar influenciar mais nas decisões dos órgãos internacionais supostamente multilaterais, há um grande exagero nestas análises. É evidente que a própria extensão do sucesso da recuperação econômica dos demais países capitalistas e de seu crescimento via exportações não são explicáveis sem a postura francamente favorável da política econômica americana[9].

Esta perspectiva histórica é importante para se qualificar a idéia de grande declínio econômico americano ao longo desse período porque, de outra forma, não é fácil entender como, no início do século XXI, os EUA continuam sendo a maior potência econômica mundial[10].

A crescente integração comercial e o desenvolvimento do sistema financeiro e monetário internacional num período de rápido crescimento econômico foram resultados do modelo desenhado pelos EUA com a finalidade de vencer a Guerra Fria. Não é demais reiterar que se trata, de fato, de um período de alto crescimento da demanda efetiva, da produção, de altas taxas de crescimento do emprego, alto crescimento da produtividade, recuperação dos países europeus, sucesso de diversos projetos desenvolvimentistas na periferia capitalista e de grande crescimento do comércio mundial. O que hoje em dia é visto por muitos como um período de sucesso da economia de mercado, da assim chamada "globalização" foi, na realidade, resultado de um arranjo internacional baseado em políticas econômicas altamente intervencionistas e inteiramente baseadas numa postura muito "generosa" da potência capitalista dominante.

A "idade de ouro" do capitalismo certamente não foi um processo espontâneo de mercado. Se observássemos a Europa, o Japão e o restante da Ásia em 1945, não se poderia projetar nenhuma "idade de ouro" para as décadas seguintes. A situação destas regiões era de enorme assimetria de poder em relação aos EUA devido à devastação das economias nacionais, inclusive a da Inglaterra, causada pela guerra. O período da "idade de ouro" foi chamado por Hicks (1974) de a "Era de Keynes" por ser a época em que

---

[9] Por exemplo, mesmo a integração monetária européia tem suas origens quando os americanos impuseram à Europa a montagem de um sistema de pagamentos europeu para economizar dólares nas transações comerciais entre os diversos países europeus. Apesar das resistências iniciais de vários países europeus, o sistema de pagamentos europeu foi implantado, e aos poucos virou o núcleo operacional do que veio depois a ser sistema monetário europeu, que algumas décadas depois se transformou no euro, a moeda comum da União Européia.

[10] Sobre o mito da decadência dos EUA ver a interessante análise política ´Realista` de Nau (1992) que não chega a ser afetada por sua ortodoxia na parte econômica.

o mundo capitalista desenvolvido foi organizado de acordo com as idéias de Keynes. No entanto, sem dúvida, o motivo para a aceitação e aplicação destas idéias estava ligado fundamentalmente à Guerra Fria.

- *O Compromisso Distributivo e a inflação rastejante.*

É notável que durante as primeiras duas décadas do pós-guerra as altas taxas de crescimento e baixas taxas de desemprego não levaram ao acirramento do conflito distributivo e da inflação. Além do regime de câmbio nominal fixo, outro fator importante para a estabilidade de preços a nível internacional foi o controle americano do petróleo do Oriente Médio, que permitiu preços nominais internacionais do petróleo em dólares praticamente estáveis até 1970.

Neste ambiente de relativa estabilidade, tanto a tendência dos preços em dólares das commodities negociadas nos mercados internacionais quanto os índices de preços das exportações mundiais em geral, medidos em dólares, ficaram praticamente estáveis em termos nominais por mais de vinte anos.

Durante quase todo este período, as taxas de juros nominais americanas (seguidas pelos outros países) estiveram bastante estáveis, o que certamente contribuiu para a estabilidade das margens de lucro nominais das empresas, uma vez que as taxas de juros de longo prazo representam, seja pelos custo financeiros seja como o custo de oportunidade do capital produtivo, o piso para as taxas de lucro do setor produtivo[11].

Ao mesmo tempo, as baixas taxas de inflação seguiam o padrão da chamada inflação "rastejante". Este tipo de inflação foi resultado do esforço da organização sindical e trabalhista que tentavam, mais do que questionar a distribuição funcional e as relações de poder vigentes, principalmente fortalecer (via mecanismos de solidariedade e justiça) a importância de se manter ou reduzir o leque de salários relativos.

Os segmentos mais combativos e organizados dos trabalhadores obtinham aumentos de salários nominais ligados a (embora com freqüência menores que) ganhos de produtividade dos setores industriais líderes em termos de ritmo de progresso técnico. A produtividade nestes setores líderes, que em muitos países fora os EUA eram os setores exportadores, crescia a um ritmo muito mais elevado do que a dos demais setores da economia. Através dos sindicatos e da organização dos mercados internos e externos de trabalho das firmas, estes aumentos dos salários nominais eram em grande parte estendidos também aos trabalhadores ocupados em setores menos dinâmicos em termos de produtividade (em geral bens não comerciáveis e serviços).

---

[11] Sobre a taxa de juros como piso das margens e taxas de lucros normais ver Pivetti (1991), Serrano (1993) e Stirati (2001).

Na medida em que o diferencial do crescimento da produtividade entre estes dois tipos de setores era elevado e o grau de solidariedade trabalhista (via sindicatos e/ou políticas de renda do Estado) suficientemente forte, os aumentos da folha de salário para a economia como um todo ficavam acima do crescimento médio do produto por trabalhador. Isto gerava, a partir do repasse destes aumentos do custo de mão de obra aos preços num contexto de margens de lucro nominais relativamente estáveis, taxas moderadas mas bastante persistentes de inflação, conhecidas como "inflação rastejante"[12].

Estas duas décadas foram, portanto, um período de inflação moderada, combinado com salários reais crescentes e distribuição funcional da renda (parcela dos lucros) mais ou menos estável. Neste contexto, a inflação baixa, apesar de positiva, parece ter tido o papel de permitir que, através da inflação rastejante, os frutos do progresso técnico fossem distribuídos de forma mais equânime, estabilizando ou fechando os leques salariais dos países industrializados. Por outro lado, a barreira do câmbio fixo e dos preços internacionais em dólar das exportações estáveis em termos nominais, somados à estabilidade das taxas de juros nominais de longo prazo (que determinavam tanto os custos financeiros quanto o custo de oportunidade do capital produtivo), parece ter permitido uma parcela de salários na renda razoavelmente estável na maior parte dos países industriais. Logo, a despeito das altas taxas de crescimento da produção, da produtividade e do intenso processo de mudança estrutural observados, este período foi de certa forma uma "Idade do Ouro" também em termos distributivos.

Quando Kalecki retoma a discussão dos aspectos políticos do pleno emprego em um artigo de 1971 (Kalecki & Kowalik, 1971), o sucesso deste arranjo do pós-guerra o faz coerentemente argumentar que, de fato, houve uma "reforma crucial" nos países capitalistas. Esta performance econômica e social dos países capitalistas regulados pelo Estado no contexto geopolítico da Guerra Fria, segundo Kalecki, afastou simultaneamente a possibilidade de colapso econômico, de guerras entre os principais países capitalistas e também da revolução socialista nos países avançados, onde a prosperidade dos trabalhadores era crescente. Segundo o autor, os países capitalistas haviam "aprendido o truque" de evitar as crises e a desordem do capitalismo desregulado através da intervenção estatal.

Ao final deste artigo Kalecki, no entanto, chama a atenção para o fato de que a relativa estabilidade do capitalismo reformado dependia de um alto grau de "conformismo social" e que isto talvez estivesse começando a mudar a partir dos movimentos sociais contestatórios que surgiram no final

---

[12] Sobre a "inflação rastejante", ver Kaldor (1976).

dos anos sessenta – ainda que na visão do autor estes não parecessem chegar a ameaçar a existência das relações de propriedade capitalista[13].

A CONTESTAÇÃO (1968-1979).

- *A Explosão Salarial e o Fim do Compromisso.*

Nos últimos anos da década de 60 ocorreu uma súbita redução do grau de "conformismo social" nos países industrializados com a chegada no mercado de trabalho de uma nova geração de trabalhadores que havia crescido em um ambiente de excepcional segurança política e econômica. O grau de militância sindical aumentou drasticamente, simultaneamente aos movimentos estudantis e de grupos em luta por direitos civis. No caso dos EUA, o grande ímpeto a esta radicalização política e a contestação da ordem social vigente foi dado pelos conflitos raciais e pela oposição à guerra do Vietnã.

A principal conseqüência econômica direta deste novo ambiente de contestação foi um grande acirramento do conflito distributivo em todos os países centrais (Cavalieri, Garegnani & Lucii, 2004). Cresceram também, com maior força nos EUA e em menor grau na Europa, as demandas por gastos sociais e a pressão para que estes fossem financiados de forma progressiva através da taxação de rendas da propriedade.

Além disso, o conflito levou a um aumento do ritmo de crescimento dos salários nominais, começando de forma gradual nos EUA e se espalhando rápida e simultaneamente por praticamente todos os países industrializados (Reino Unido, Alemanha, Itália, França, Japão, Suécia, Nova Zelândia, Canadá etc.), em 1968. Na maior parte destes países a taxa de crescimento dos salários nominais no período 1968-1971 – antes do aumento dos preços internacionais das commodities de 1972-1973 e do primeiro choque do petróleo em 1973 – foi mais que o dobro da taxa dos vinte anos anteriores, fenômeno que ficou conhecido como "explosão salarial"[14].

---

[13] Garegnani (em Cavalieri, Garegnani & Lucii, 2004) também chama atenção para o fato de que os movimentos contestatórios de fins dos anos 60 não tinham condições de levar a mudanças de regime, tanto devido à prosperidade ocidental quanto devido à perda de atratividade da opção socialista realmente existente, dada a piora da performance econômica e a insatisfação com a situação política na URSS.

[14] Sobre a explosão salarial ver Cavalieri, Garegnani & Lucii (2004), Nordhaus (1972) e Kaldor (1976). É importante assinalar que não se observa antes do declínio do crescimento dos diversos países pós-73 mudanças muito significativas no ritmo de crescimento da produtividade do trabalho. A posterior queda do crescimento da produtividade parece assim ser mais um efeito da desaceleração do crescimento econômico (ver Cesaratto, Serrano & Stirati, 1999).

A explosão salarial levou a uma aceleração da inflação na medida em que os reajustes salariais iam sendo repassados aos preços. No entanto, as margens de lucro nominais não subiram o suficiente para fazer face ao aumento do ritmo de crescimento dos custos salariais e o repasse acabou sendo apenas parcial, tendo sido bem maior nos EUA do que nos demais países[15]. Por um conjunto de motivos, a política monetária americana não reajustou as taxas de juros nominais em linha com o aumento da inflação, o que dificultava a subida das margens de lucro nominais, ao mesmo tempo em que erodia a remuneração real dos detentores de ativos financeiros. A explosão salarial levou, em diferentes graus nos diversos países centrais, à compressão das margens reais de lucro e da parcela dos lucros da renda[16]. Note que este fenômeno ocorreu antes do grande aumento dos preços internacionais das matérias primas em geral, em 1972, e do primeiro choque do petróleo, em particular, em 1973.

- *O Início da Compressão dos Lucros e da Aceleração do Crescimento.*

A compressão da parcela dos lucros naturalmente gerou grande descontentamento político nos meios empresariais. Teoricamente, a redução das margens de lucro implica não somente que uma parcela menor do que é produzido seja apropriada pelas classes proprietárias, mas também, caso seja sistemática, na redução geral da taxa de lucro normal (a taxa de lucro que se pode obter nos novos investimentos, que instalam nova capacidade produtiva no ritmo adequado à expansão da demanda efetiva)[17].

---

[15] Para evidências do repasse apenas parcial dos aumentos de custos no período, ver Labini (1984) , Cavalieri, Garegnani & Lucii (2004) e Marglin & Schor (1990).

[16] Note que Kalecki (e seus seguidores modernos) argumentam que aumentos de custos salariais não têm como reduzir a parcela de lucros se as margens de lucro estão dadas. Esta conclusão, no entanto, só é válida no caso em que se supõe arbitrariamente que as margens de lucros **reais** é que estão dadas a priori, o que faz os preços aumentarem tanto quanto os custos a cada período. Com margens de lucro nominais dadas, um aumento na taxa de crescimento dos custos aumenta os preços somente com uma defasagem e reduz a margem de lucro real (ver Serrano, 1993 e Stirati, 2001). É bem verdade que o próprio Kalecki (1971) reviu sua posição e em seu último artigo sobre distribuição admite que aumentos nos salários nominais podem reduzir as margens de lucro (reais).

[17] Aqui temos que mencionar outra deficiência da teoria de Kalecki e seus seguidores. É importante ressaltar que a taxa de lucro que interessa para a formação das margens de lucros e preços, e também para o retorno esperado em novos investimentos, necessariamente é aquela que seria obtida ao grau de utilização **normal** ou planejado da capacidade produtiva, e a não a taxa de lucro corrente sobre o capital já instalado, que naturalmente varia com o grau de utilização **efetivo** da capacidade. O ponto é que, de um lado, a concorrência (efetiva ou potencial) não permite que as firmas planejem de propósito instalar plantas muito menores do que a demanda efetiva esperada, e acabar tendo que mantê-las cronicamente sobreutilizadas. Por outro lado, não faz sentido fazer plantas sistematicamente maiores do que o justificado pelo tamanho do mercado (já levando em

Não obstante, o importante é ressaltar que esta redução das margens de lucro e da taxa de lucro normal, apesar de ter gerado protestos da classe capitalista, **não** teve efeitos diretos negativos sobre o ritmo de crescimento do investimento privado[18]. Em primeiro lugar, porque o investimento não tinha porque se reduzir, pois as quedas das margens reais de lucro e da taxa de lucro normal foram acompanhadas por queda equivalente das taxas de juros reais, aparentemente sem alterar significativamente a diferença entre taxas de lucro e taxas de juro que é o que poderia afetar o investimento[19].

Outrossim, por mais que os empresários politicamente prefiram margens e taxas de lucro normais maiores, estes "não investem enquanto classe" e sim de acordo com as oportunidades de investimento existentes e a pressão da concorrência. Suas decisões de investimento **não** são função inversa do nível da taxa de lucro normal e sim função positiva do tamanho do mercado. A longo prazo, o volume global de oportunidades lucrativas de investimento são dados pelo nível e crescimento da demanda efetiva – a demanda dos que podem pagar os preços normais (aquele referentes à taxa de lucro normal, que define o padrão mínimo vigente de rentabilidade). Se a demanda efetiva estiver se expandindo, estejam as margens e taxa de lucro normais 'altas' ou 'baixas', a concorrência e a busca do maior lucro possível impelem o conjunto das empresas a expandirem seus investimentos[20].

Nos EUA, o aumento da parcela salarial, ao redistribuir renda para classes com maior propensão a consumir, certamente levou a um aumento

---

conta uma margem de capacidade ociosa planejada). Assim, é a taxa de lucro normal que determina as margens de lucro e os preços-limite que a concorrência impõe a todos os setores, e portanto também a taxa de retorno em novos investimentos de ampliação de capacidade produtiva. Sobre isso, ver Cavalieri, Garegnani & Lucii (2004), Petri (1993, 1997) e Ciccone (1991).

[18] Aqui quem faz a confusão são os neoMarxistas (ver Marglin & Schor, 1990) que tentam mecanicamente associar a compressão de margens de lucro com redução do ritmo dos investimentos através da postulação arbitrária de que o investimento é uma função direta do nível da margem de lucro. Que menores margens de lucro levam a menores taxas de lucro normais não implica que a opção mais lucrativa seja reduzir o tamanho da capacidade produtiva. O tamanho adequado da capacidade produtiva não vai depender do nível da taxa normal de lucro e sim do tamanho da demanda dos que podem pagar preços que garantem a rentabilidade normal mínima aceita, seja ela alta ou baixa. Ver referências da nota anterior e Serrano (1988 e 1996, cap.3). É importante notar que o próprio Marglin (1990: 19-20) admite que a queda da parcela dos lucros **não** foi acompanhada pela redução da taxa de investimento, que só começou a se reduzir nos países industrializados muitos anos depois (e atribui esta discrepância a uma suposta e não observável divergência entre margens esperadas e realizadas).

[19] Sobre a inexistência de uma relação inversa entre a taxa de juros e o investimento não-residencial quando a taxa de juros, por um lado, e as margens e taxas de lucro normais, por outro, se movem na mesma direção ver Garegnani (1978-9), Pivetti (1991) e Petri (1997).

[20] Note que o tamanho do mercado medido pela demanda efetiva limita a tendência do volume **agregado** de oportunidades de investimento mesmo quando existem investimentos em inovações que buscam gerar lucros bem acima do padrão normal e/ou roubar parcelas de mercado dos rivais. Ver Cesaratto, Serrano & Stirati (2003).

do consumo induzido dos trabalhadores. Esta expansão do consumo, ao aumentar a demanda efetiva, levou a um aumento dos níveis de investimento privado, mesmo com margens e taxas normais de lucro menores. A compressão das margens de lucros no final dos anos sessenta teve o efeito, não só de aumentar o conflito social e distributivo e a inflação, como também de, inicialmente, acelerar ainda mais o crescimento econômico dos principais países industrializados.

O ponto importante a ser assinalado é que a compressão das margens de lucro não causa diretamente uma crise ou redução no crescimento da economia. O que esta redução pode vir a causar é, como Kalecki já havia notado em seu artigo de 1943, uma mudança da orientação da política econômica numa direção contracionista que, em nome do controle da inflação, produza desemprego suficiente para enfraquecer o poder de barganha dos trabalhadores e permitir a restauração das condições gerais de rentabilidade e, em particular, a garantia de taxas de juro reais suficientemente positivas.

No entanto, no período 1968-71, esta **não** foi a reação da política econômica americana. Pelo contrário, a resposta inicial do governo americano à aceleração da inflação foi, no primeiro mandato do presidente Nixon, a manutenção das políticas macroeconômicas expansionistas. A prioridade central do governo, naquele contexto político, era evitar o crescimento do desemprego[21]. Desta forma, a política fiscal continuou expansionista, tanto devido aos gastos militares quanto aos crescentes gastos sociais resultantes das políticas de bem estar dos projetos “Great Society” e da “guerra contra a pobreza”, herdados do presidente Johnson. A política monetária também foi expansionista, com reduções nas taxas de juros nominais de curto prazo até 1971, cujo objetivo era evitar a recessão, via estímulo à construção civil e ao consumo de duráveis. Neste contexto, o combate à aceleração da inflação acabou ficando por conta da política de rendas. Controles de preços e salários foram introduzidos nos EUA em 1971 e tiveram muito mais o efeito de reduzir substancialmente o ritmo de crescimento dos salários nominais que dos preços, ainda que durante pouco tempo.

Naturalmente, a taxa de crescimento dos salários nominais, o crescimento da produtividade e o grau em que estas variações de custos eram repassados aos preços e à inflação não se deram no mesmo ritmo nos diversos países. Em geral, a economia americana teve maior inflação e

[21] A despeito de sua interpretação teórica ortodoxa, De Long (1995a e 1995b) documenta bem a preocupação do governo americano em não causar recessão neste período. Já Nelson (2004) documenta bem como tanto a Casa Branca, o Tesouro e o FED, do governo Nixon até quase o final do governo Carter, tinham uma visão, que este autor ortodoxo considera profundamente equivocada, de que a inflação dos anos 70 era derivada de conflitos distributivos e dos choques do petróleo, e viam políticas recessivas como ineficazes para combatê-la.

aumento bem menor dos salários reais do que a maior parte dos demais países capitalistas (Cavalieri, Garegnani & Lucii, 2004). No contexto do regime de câmbio nominal fixo, a inflação maior fez com que a competitividade externa da economia americana com a maior parte dos parceiros comerciais se deteriorasse adicionalmente, apesar da valorização do marco alemão a partir de 1968 e do yen a partir de 1970. Isto aumentou a pressão interna dos setores expostos à concorrência externa para que o governo americano efetuasse por conta própria uma desvalorização cambial generalizada.

- *"O Dilema de Nixon".*

No entanto, a desvalorização do dólar, moeda-chave do sistema de Bretton Woods, não era uma decisão simples. Quando se discutia o problema do déficit da balança de pagamentos americana e suas implicações no sistema monetário internacional nos anos 60, os EUA ainda apresentavam superávit comercial e de conta corrente. Porém já se verificava um grande déficit na balança de pagamentos devido à grande saída de capital resultante dos investimentos diretos, ajuda externa, gastos militares no exterior e empréstimos para os demais países.

Ao longo do período, foram sendo acumulados déficits da balança de pagamentos cada vez maiores. Contudo, como o dólar era a moeda-chave do sistema, os déficits eram pagos em grande parte em dólares, e não em ouro. Além do mais, como os EUA não tinham déficits em conta corrente seu passivo externo líquido não aumentava, pois a saída de capital de longo prazo era exatamente compensada pela entrada de capital de curto prazo quando os pagamentos em dólares eram aceitos e os bancos centrais dos aliados acumulavam reservas em dólares, que eram aplicadas em títulos de curto prazo americano. Portanto, apesar do déficit global na balança de pagamentos os EUA não perdiam o ouro, pois seus passivos em ouro não se ampliavam.

Nesse sentido, o déficit americano da balança de pagamentos era bastante diferente do déficit dos demais países, porque era causado por uma saída de capital de longo prazo em dólar que se transformava rapidamente numa entrada de capital de curto prazo em dólar. O único efeito destes déficits na balança de pagamentos era que a proporção entre as reservas em ativos denominados em dólar no mundo e o estoque de ouro guardado em Fort Knox (local em que se mantinham as reservas de ouro americanas) era cada vez maior.

Esse mecanismo monetário gerava uma assimetria muito grande pois, na medida em que os países aceitavam o dólar como moeda de reserva internacional, os EUA podiam financiar um déficit global na balança de pagamentos de qualquer tamanho.

Neste sistema, apesar da vantagem dos EUA de poder fechar a balança de pagamentos em dólar, havia mesmo assim duas restrições ligadas à necessidade de manter a conversibilidade em ouro[22]. Em primeiro lugar, os EUA podiam ter déficits na conta de capital, mas deveriam evitar ter déficits crônicos em conta corrente. Se os EUA incorressem em um déficit em conta corrente, isso significaria que o passivo externo líquido estaria aumentando, pois neste caso, estaria havendo um aumento da dívida externa líquida com os outros países. Como no sistema de Bretton Woods estas obrigações externas, mesmo se denominadas em dólar, eram plenamente conversíveis em ouro pelos bancos centrais dos demais países, isto implicaria numa perda de ouro por parte dos EUA.

Portanto, se os EUA incorressem em déficits em conta corrente, estes progressivamente iriam perder suas reservas em ouro. Caso isto ocorresse, a idéia de que o dólar era *as good as gold* que garantia sua aceitação internacional, seria minada. Na medida em que as reservas americanas de ouro diminuíssem cada vez mais, os pagamentos internacionais tenderiam a ser feitos diretamente em ouro e não em dólar, e o dólar acabaria por perder seu papel de moeda-chave.

A segunda restrição que o padrão ouro-dólar impunha aos EUA era a necessidade de manter fixo o preço oficial do ouro em dólar. Se o preço oficial do ouro começasse a variar em relação ao dólar, isto poderia dar impulso a movimentos especulativos e posteriormente ao abandono do uso do dólar para pagamentos internacionais. Por isso o preço oficial do ouro em dólares foi tabelado e não foi alterado em nenhuma circunstância de 1947 até 1971.

Essa constância criava um problema para os EUA, pois o impedia de tomar a iniciativa de desvalorizar ou valorizar o dólar em relação às moedas dos demais países. Num sistema de padrão ouro, o câmbio é fixado quando o governo declara o preço do ouro na moeda do país. Durante o período de "câmbio fixo" de Bretton Woods vários países alteraram suas paridades mudando o preço oficial do ouro em suas moedas, alguns inclusive com o apoio dos EUA como parte da estratégia de reconstrução dos aliados. Quando um país desejava desvalorizar sua moeda em relação ao dólar, era só fixar um preço oficial maior para o ouro em sua moeda e, simetricamente, um preço menor, no caso de uma valorização. O único país que não podia se valer desse mecanismo era os EUA, já que não deveriam mudar o preço nominal do ouro em dólar[23].

---

[22] Uma análise mais detalhada da balança de pagamentos do país que emite a moeda-chave num padrão referido ao ouro se encontra em Serrano (2002).

[23] Caso os EUA quisessem desvalorizar o dólar em relação à moeda de algum país, sem ameaçar o papel especial do dólar no sistema, os americanos deveriam pedir a este país para baixar o preço oficial do ouro naquela moeda. Não poderiam simplesmente tomar a iniciativa de mudar o preço do ouro em dólar e efetuar a desvalorização. Se isso fosse feito, se romperia a equivalência entre o dólar e o ouro.

O problema era que estas duas restrições colocavam os EUA numa contradição fundamental. De um lado, o próprio sucesso da estratégia americana de reconstrução e desenvolvimento dos demais países capitalistas (inclusive aceitando desvalorizações cambiais de outros países) estava reduzindo progressivamente os superávits comerciais e de conta corrente americanos. Mas para manter o papel de moeda internacional do dólar era necessário, como vimos, evitar a ocorrência de déficits na conta corrente. Ao mesmo tempo, a maneira mais simples de melhorar a competitividade externa americana seria através de uma desvalorização do dólar. Mas como desvalorizar o dólar sem ameaçar o seu papel de moeda internacional? A Inglaterra à época do padrão ouro-libra havia enfrentado (e não conseguido resolver) problema semelhante, diante da dificuldade em conciliar o seu papel de moeda internacional (e a vantagem de não enfrentar restrição de balança de pagamentos) e, ao mesmo tempo, proteger sua competitividade real.

Esse era o problema que os EUA tinham que enfrentar, o qual já chamamos em texto anterior de “o Dilema de Nixon” (Serrano, 2002). Esse dilema vinha da vontade de desvalorizar o câmbio e ao mesmo tempo a impossibilidade de fazê-lo, dentro das regras do Sistema Bretton Woods, sem ameaçar a posição do dólar como moeda internacional[24].

É importante assinalar que a alternativa de seguir políticas macroeconômicas contracionistas para garantir a manutenção da taxa de câmbio nominal nunca foi sequer considerada seriamente pelo governo americano, pois entrava em choque com suas prioridades de política interna e externa, e significaria a inaceitável admissão pelos EUA de uma restrição externa ao seu crescimento e às suas políticas econômicas em geral.

Durante os anos 60 ocorreram diversas negociações entre os aliados e os EUA a respeito de como mudar o sistema. Alguns países, como a França, pressionavam para ampliar o papel do ouro no sistema com o argumento de que se todos os países pagassem suas dívidas em ouro, nenhum teria vantagens exclusivas (embora a França por acaso detivesse uma boa parte de suas reservas internacionais em ouro). Porém, num sistema em que o ouro desempenhasse um papel mais importante os EUA voltariam a ter uma restrição do balanço de pagamentos como todos os

---

[24] Em geral, não é dessa forma que se discute a contradição do Sistema de Bretton Woods. Argumenta-se que existia cada vez menos ouro em Fort Knox em relação à quantidade de dólares em circulação no mundo. Como no final desse período houve uma desregulamentação financeira e o crescimento do mercado internacional de "Eurodólares", se acrescenta a idéia de que esse mercado criou ainda mais dólares sem controle dos Bancos Centrais aumentando, ainda mais, a falta de lastro em ouro do dólar. O mercado teria imposto aos EUA o abandono da conversibilidade do dólar no ouro, o fim do preço oficial do dólar, por conta desta falta de "lastro". Estas análises que fazem referência ao chamado dilema de Triffin dependem de uma série de hipóteses irrealistas de cunho monetarista. Para uma discussão detalhada e uma crítica a estas interpretações, ver Serrano (2002).

outros países. Além disso, grandes produtores de ouro, como a URSS e a África do Sul, ganhariam um grande poder de barganha na economia internacional. Evidentemente os EUA não tinham o menor interesse em aceitar este tipo de reforma.

Uma outra proposta, semelhante à proposta original de Keynes em Bretton Woods, era a de usar para os pagamentos internacionais os chamados Direitos Especiais de Saque (moeda contábil inventada pelo FMI) com saldos iniciais emitidos na proporção da importância de cada país no comércio mundial. Os EUA vetaram todas as tentativas de ampliação do papel dos Direitos Especiais de Saque e da idéia de que a mesma se tornasse uma nova moeda verdadeiramente internacional.

Como contraproposta, os americanos propunham uma desvalorização do dólar mantendo o preço oficial do ouro em dólar estável, através de uma redução coordenada e proporcional do preço oficial do ouro nas demais moedas nacionais. Todavia, os demais países também não aceitaram esta proposta americana[25].

Diante da falta de acordo, em 1971 o presidente Nixon tomou a decisão unilateral de abandonar a conversibilidade em ouro do dólar. Além disso, diante da dificuldade de negociar novas paridades cambiais com seus principais parceiros, Nixon também impôs unilateralmente uma tarifa extra sobre todas as importações, que deveria ser mantida até que os aliados chegassem a um acordo sobre as taxas de câmbio, acordo este que só veio a ocorrer em 1973.

- *As Commodities, o Petróleo e a Estagflação.*

Dado o contexto de crescimento acelerado e sincronizado da economia americana e mundial, aumento da inflação nos EUA, taxas de juros de curto prazo nominais e reais baixas em dólar e crescente capacidade de criação de crédito no circuito offshore do eurodollar, o fim da conversibilidade do dólar levou a uma verdadeira explosão dos preços em dólar das matérias primas nos mercados internacionais a partir de 1972. Estes preços subiram muito mais do que em expansões anteriores e de forma muito mais que proporcional ao aumento anterior dos preços em dólar dos produtos industrializados.

É importante assinalar que o choque das commodities não se mostrou permanente e, a mais longo prazo, não reverteu a tendência declinante dos termos de trocas das matérias primas e alimentos (embora na época muitos pensassem que havia ocorrido uma quebra nesta tendência)[26].

---

[25] Sobre estas negociações e impasses, ver Solomon (1982).

[26] Exemplos típicos são Hicks (1974) e Kaldor (1976), que supunham que havia surgido uma rigidez na oferta mundial de matérias primas. Mais tarde Kaldor admite que mudou de opinião (Kaldor, 1989) depois de ler Labini (1984) que mostra que o que mudou mesmo foi

Mas mesmo assim, este choque marcou o início de uma era de grande volatilidade nos mercados de commodities internacionais, sem dúvida resultado do novo regime de câmbio flutuante, e que dura até os dias de hoje.

A partir de 1971, a OPEP passou a pressionar por reajustes no preço internacional do petróleo e maior participação nos royalties, que estavam muito defasados em termos reais. Considerações sobre a manutenção de boas relações com os países árabes numa área de grandes tensões geopolíticas, a preocupação com a segurança energética e com a viabilidade econômica da industria petrolífera americana (cujos custos haviam subido muito com a inflação acumulada) levaram os EUA a aceitar reajustes de cerca de 50% do preço internacional do petróleo de 1971 a 1973. Ao mesmo tempo, em 1971, os EUA começaram a ampliar suas importações de petróleo dos países da OPEP.

Em agosto de 1973, como parte da política de segurança energética, os EUA congelaram o preço do petróleo doméstico produzido em poços já existentes com o objetivo de evitar a exploração predatória nestes poços; ao mesmo tempo, liberaram o preço do petróleo vindo de novos poços americanos, com o objetivo de estimular o investimento nestes últimos. Simultaneamente, para evitar o desabastecimento de uma economia em expansão numa situação internacional tensa, o governo americano aboliu de vez as cotas oficiais de importação de petróleo, o que teve um efeito imediato de aumentar ainda mais a demanda pelo petróleo importado dos países da OPEP. A guerra do Yon Kippur entre os países árabes e Israel, deflagrada poucos meses depois, foi o estopim de um grande aumento do preço internacional do petróleo, que quase quadruplicou no ano de 1973.

Desta forma, o primeiro choque do petróleo, embora representasse uma situação de relativa perda de controle – sendo sem dúvida resultado direto do conflito distributivo entre os países produtores e os países desenvolvidos, num contexto de questionamento da liderança americana – só teve um efeito de tal magnitude devido à política macroeconômica expansionista dos EUA e, especialmente, à sua nova política de segurança energética[27].

---

apenas a volatilidade dos preços. Por sua vez, Hicks (1989) não menciona mais a questão da escassez em sua análise sobre o comportamento dos mercados de commodities e implicitamente confirma a tendência secular de queda dos termos de troca das commodities apontada por Prebisch. Para evidências de que o choque de commodities teve efeitos temporários sobre os termos de troca (embora de fato a volatilidade tenha aumentado muito) e de que, além disso, a tendência secular de queda dos termos continua valendo (talvez até com mais força a partir da década de 80) ver O´Connell (2001), Ocampo & Parra (2004), Bunzel & Vogelsang (2003) e Cashin & McDermott (2002).

[27] É importante assinalar que nos EUA a política de segurança energética tem sempre sido um outro nome para uma política que em geral tem preservado a rentabilidade da indústria petrolífera interna americana. Entre os poucos autores que enfatizam a importância da política energética americana para reforçar o poder de barganha da OPEP em diferentes

A política energética americana priorizava a preservação e a ampliação das reservas internas americanas e simultaneamente a garantia de abastecimento aos EUA. Estas prioridades foram mantidas mesmo com o primeiro choque do petróleo, a despeito dos evidentes custos desta política. Estes custos incluíam o aumento da inflação nos EUA e no resto do mundo, a transferência de renda aos países árabes (embora parte das transferências fosse para as multinacionais americanas) e, especialmente, as grandes dificuldades de balança de pagamentos criadas aos demais países industrializados pelo choque do petróleo, que ao contrário dos EUA, não emitiam os dólares necessários para pagar a OPEP.

Estes choques dos preços das commodities e do petróleo acabaram levando a uma grande desaceleração no crescimento da economia mundial. O choque do petróleo teve um efeito recessivo direto advindo da redistribuição de renda a favor dos países produtores que não tinham como gastar uma proporção grande destes ganhos em curto prazo. Por outro lado, os choques do petróleo e das commodities deram novo ímpeto à inflação nos países ricos, onde esquemas formais ou informais de indexação salarial tinham sido implantados no início dos anos 70 em diversos dos países (em boa parte deles ironicamente com o intuito de moderar e ordenar os aumentos de salários nominais). A aceleração da inflação em todos os países industrializados e os problemas de balanço de pagamentos dos outros países, que não os EUA, acabaram finalmente levando à introdução generalizada, embora em alguns casos ainda de forma parcial e hesitante, de políticas macroeconômicas contracionistas – as chamadas políticas de *stop and go*.

Estes aumentos acirravam ainda mais os conflitos distributivos nos países centrais, pois a mudança nos termos de troca agravava a compressão das margens de lucro enquanto que, ao mesmo tempo, tendia a reduzir os salários reais dos trabalhadores em termos de poder de compra sobre os bens de consumo.

Estes conflitos, por sua vez, faziam a inflação dos preços dos produtos industrializados acelerar ainda mais. Os aumentos dos preços dos produtos industrializados e os aumentos do preço do petróleo acabavam levando, posteriormente, a reajustes compensatórios adicionais nos preços nominais das commodities pelo lado dos custos. No entanto, a rápida inflação nos países industrializados acabou reduzindo novamente os termos de troca das commodities fora o petróleo, que no final dos anos setenta já tinham perdido novamente quase todos os ganhos do início da década[28].

---

períodos históricos ver Parboni (1981), Ayoub (1994), Rutledge (2003) e também as análises Sraffianas de Piccioni & Ravagnani (2002) e Roncaglia (2003).

[28] A importância da volatilidade dos movimentos especulativos de commodities para a inflação americana e mundial parece ter sido muito superestimada por diversos autores como Belluzzo & Tavares (1986), Schulmeister (2000) e mais recentemente pelo próprio autor deste trabalho (Serrano, 2002 e Medeiros & Serrano, 1999). O problema é que estoques especulativos não conseguem ter impacto prolongado sobre os preços, pois em

Nos Estados Unidos, onde os trabalhadores tinham menor poder de barganha, o efeito mais forte de queda das margens de lucro reais neste período se deveu às mudanças nos termos de troca devido ao choque do petróleo. Além disso, a desvalorização do dólar, que aumentava o preço das importações americanas de produtos de outros países industrializados que não são denominados em dólares, também contribuía para a inflação nos EUA. Nos demais países industrializados, em geral a "resistência salarial" era mais forte, e o repasse de aumentos de custos domésticos aos preços mais difícil por serem economias mais abertas[29].

O choque inflacionário e distributivo temporário decorrente dos aumentos dos preços das commodities e o choque permanente decorrente da alta do preço relativo do petróleo (que são denominados em dólar) tiveram efeitos diferenciados nos diversos países. Nos EUA o impacto era, de um lado menor, por conta dos menores coeficientes de importação da economia americana e de outro lado maior, pelo fato dos preços desses bens serem denominados em dólar. Nos demais países industrializados o impacto era agravado pelos maiores coeficientes de importações de matérias primas e, por outro lado, amortecido pela valorização destas moedas em relação ao dólar.

É neste ambiente de instabilidade que, em 1979, sob o impacto da recente revolução no Irã, ocorre o segundo choque do petróleo que faz o preço internacional do petróleo quase triplicar. A economia mundial capitalista chegou assim ao final da década de setenta, com crescimento reduzido, inflação acelerada e com a ordem da "Era de Keynes" destruída, tanto a nível interno quanto internacional.

A REAÇÃO AMERICANA E A ESTABILIZAÇÃO DO PADRÃO DÓLAR FLEXÍVEIL [1979-2004].

A RESTAURAÇÃO DA HIERARQUIA (1979-1984).

- *Paul Volcker.*

---

algum momento devem ser vendidos. Além disso, qualquer aumento de preços mais sistemático, não acompanhado de aumento de custos, fatalmente leva a uma rápida (e desordenada) expansão da oferta internacional de commodities. De fato, um exame mais detalhado dos dados mostra que o choque inicial dos preços das commodities foi rapidamente corroído pelo choque do petróleo e pela inflação acelerada dos países industrializados (ver referências da nota 26 acima). A prova disso é que, ao longo dos anos 70 os termos de troca dos países em desenvolvimento não exportadores de petróleo declinaram significativamente (O´Connell, 2001).

[29] Estes são os bens que Schulmeister (2000) chama de *non-dollar goods*, em contraposição às commodities e ao petróleo que seriam os *dollar goods*.

A posse de Paul Volcker no FED em 1979, ainda no governo Democrata de Jimmy Carter, sinalizou o início da virada conservadora nos EUA. Decidido a estabilizar o sistema, Volcker desistiu de tentar coordenar a política em conjunto com os demais países industrializados, pois estes continuavam insistindo na tese de que deveria haver mudanças no que hoje se chama de "arquitetura do sistema monetário financeiro internacional" com objetivo de reduzir o papel assimétrico do dólar. Pouco depois do segundo choque do petróleo, Volcker elevou a taxa de juros americana unilateralmente, inaugurando um período histórico de taxas de juros reais elevadas. Esta política, junto com as repercussões do segundo choque do petróleo, acabou lançando a economia mundial numa grande recessão e inaugurando um período de valorização do dólar que durou até 1985.

Os demais países industrializados foram forçados a acompanhar de perto este movimento de alta sem precedentes das taxas de juros, sob pena de sofrerem uma imensa fuga de capitais e uma desvalorização cambial descontrolada com suas conseqüências inflacionárias. A partir daí os países industrializados desistiram definitivamente de questionar a dominância do dólar e a Europa defensivamente começou a montar o sistema monetário Europeu para estabilizar o câmbio entre os países da própria comunidade européia.

De qualquer forma, os juros mais elevados em dólares atraíram uma enorme quantidade de capital externo para os EUA. O déficit externo em conta corrente americano se ampliou consideravelmente neste período de valorização do dólar. Este aumento levou diversos autores a pensarem que o objetivo da política de juros altos fosse o de atrair capital externo para financiar o déficit externo americano[30]. No entanto, como o dólar era a moeda de pagamento internacional, isto de forma alguma era necessário. As importações americanas em todo o pós-guerra e até os dias de hoje, mesmo de bens cujos preços não são denominados em dólar, sempre foram pagas em dólar e portanto o déficit externo americano é sempre financiado na própria transação que o gera. Os fluxos de capitais afetam a taxa de câmbio, mas não a capacidade de financiamento do déficit externo. Além disso, como vimos acima, desde o fim da conversibilidade em ouro em 1971 os EUA deixaram de ter qualquer tipo de restrição externa e passaram a não se preocupar mais com a ocorrência de déficits em conta corrente.

A recessão mundial e os juros em dólar elevados fizeram cair os preços nominais em dólares das matérias primas e do petróleo nos mercados internacionais. A inflação americana começou gradualmente a se desacelerar enquanto a situação externa dos países em desenvolvimento endividados foi ficando crítica e explodiu em 1982, após a moratória do México e o corte subseqüente do crédito aos países em desenvolvimento. A desaceleração da inflação nos EUA também se beneficiou, em menor grau,

[30] Ver, por exemplo, Tavares (1985) e em parte, até Pivetti (1992).

da redução dos preços em dólar dos produtos industrializados importados dos países desenvolvidos causada pela valorização do dólar.

- *Ronald Reagan.*

Com o argumento de que a inflação estava demorando a ceder, a política de juros elevados foi mantida e a economia americana sofreu sua pior recessão do pós-guerra, em parte resultante dos níveis recordes de taxas de juros reais[31]. O presidente Ronald Reagan tomou posse em 1981 e imediatamente começou um ataque frontal à classe trabalhadora, ao movimento sindical e às demais forças progressistas americanas. Além de confrontar diretamente e enfraquecer os sindicatos, Reagan acabou com as políticas de renda de Nixon e Carter e faz avançar o processo de desregulamentação industrial. Esta desregulamentação, em nome de promover a concorrência e a inovação, incentivou fusões e aquisições de empresas que foram "reestruturadas" com nova administração, abandonando contratos e acordos feitos com trabalhadores sindicalizados. A desregulamentação, em conjunto com o dólar valorizado, estimulou um processo de re-localização industrial onde as partes mais intensivas em trabalho não qualificado das cadeias industriais foram transferidas para fábricas em países em desenvolvimento.

Desta forma, no início dos anos 80, o poder de barganha dos trabalhadores americanos sofreu uma forte redução. Além da hostilidade aberta aos sindicatos e da reestruturação industrial, com a crescente concorrência externa e as ameaças das empresas de aprofundar a deslocalização, a taxa de desemprego atingiu níveis recordes jamais vistos desde a grande depressão dos anos 30.

Esta situação naturalmente levou a uma considerável e permanente desaceleração do ritmo de crescimento dos salários nominais, com quedas substanciais de salários reais (especialmente dos trabalhadores menos qualificados) apesar dos preços dos insumos importados e do petróleo estarem se reduzindo[32].

---

[31] Note que aumentos das taxas de juros reais (ex-post) de curto prazo redistribuem renda dos devedores para os credores. Isto leva, em geral, diretamente a reduções permanentes na demanda por bens de consumo durável e investimento residencial. O impacto financeiro destes aumentos tendem a ter efeitos diretos apenas temporários sobre o investimento não-residencial, pois patamares permanentemente mais altos de juros acabam levando as empresas a aumentarem suas margens brutas de lucros (ver referências da nota 19).

[32] Os dados oficiais tanto do Bureau of Economic Analysis quanto do Bureau of Labour Statistics mostram quedas substanciais dos salários reais nos EUA na primeira metade dos anos 80 tanto na indústria quanto na economia como um todo (ver também Pollin, 2002 e Cavalieri, Garegnani & Lucii, 2004). Note que Tavares (1985) e Tavares e Belluzzo (1986) incorretamente afirmam que houve crescimento dos salários reais nos EUA neste período.

Adicionalmente, o enfraquecimento dos sindicatos e dos trabalhadores menos qualificados em geral, a falta de reajustes do salário mínimo e de benefícios sociais e a facilitação da imigração de trabalhadores não qualificados, fez aumentar dramaticamente a desigualdade salarial, o que teve o importante efeito macroeconômico adicional de eliminar a chamada inflação rastejante.

Além de seus efeitos negativos sobre a distribuição funcional e pessoal da renda[33] a derrota política dos sindicatos e dos trabalhadores reduziu drasticamente a "inércia inflacionária" da economia americana[34].

O longo período de juros nominais e reais elevados, num contexto destes diversos choques de custo favoráveis às empresas, permitiu não apenas a recuperação, mas também um substancial aumento das margens de lucro nominais e reais nos EUA. Devido ao aumento dos custos financeiros e de oportunidade do capital produtivo, o ritmo de queda do crescimento dos preços foi sistematicamente menor do que o da redução do crescimento nominal dos custos de produção.

Um movimento semelhante foi observado posteriormente nos principais países industrializados onde a nova era de taxa de juros reais elevadas também veio acompanhada de aumento das margens brutas de lucros, a despeito do acirramento da concorrência doméstica e internacional prometida pela desregulamentação, maior abertura das economias neste período e queda na parcela dos salários no produto.

O aumento das taxas de juros não provocaram uma redução das margens de lucros líquidos – isto é, descontados os pagamentos de juros – das empresas, pelo fato de que o aumento das margens brutas de lucro ter sido suficiente para que a variável de ajuste fossem os salários reais. Os salários reais caíram ou cresceram bem menos que a produtividade em todos os países centrais. Estas mudanças distributivas mostram que a nova era de juros reais elevados não causou um conflito permanente entre o capital produtivo e o capital financeiro, e sim faz parte de uma drástica queda do poder de barganha dos trabalhadores em relação às classes proprietárias em geral[35].

---

[33] Para evidência empírica do dramático aumento da desigualdade salarial nos EUA a partir dos anos 80 ver Piketty & Saez (2001). Para dados sobre a queda substancial da parcela dos salários a partir deste período ver Poterba (1997) e Krueger (1999).

[34] Dados sobre a drástica queda da "inércia inflacionária" na economia americana a partir da primeira metade dos anos 80 (e também nos demais países industrializados) podem ser encontrados em Martin & Rowthorn (2004).

[35] Ver Baghli, Cette & Sylvain (2003) para dados sobre a trajetória em "u" das margens de lucro que caem nos anos 70 e sobem para patamares provavelmente superiores aos dos anos 60 a partir dos anos 80, tanto nos EUA quanto em outros países industrializados. Os autores também mostram a confirmação econométrica da relação positiva entre a trajetória das margens de lucro e da taxa de juros real. Para dados que mostram que o aumento dos juros nos EUA e demais países ricos não reduziu de forma persistente a rentabilidade do setor não financeiro, ver Abrena, Epstein & Power (2003) e Epstein & Power (2003) .

Depois da crise financeira internacional de 1982, a política monetária mudou de sinal e os juros começaram a ser reduzidos lentamente. É importante assinalar que essa redução se dá apenas em relação aos níveis recordes do início da década de 80. Os patamares médios de taxas de juros reais de curto e de longo prazo no período que vai de meados da década de 80 até o final do século mais do que dobraram em relação às décadas de 50 e 60[36].

A economia americana voltou a crescer a partir de 1983 e em 1984 recebeu um grande estímulo de demanda, mediante um substancial aumento dos gastos militares resultante da decisão estratégica de Reagan de buscar a derrota final da União Soviética na Guerra Fria através da pressão advinda do acirramento da corrida armamentista.

A ESTABILIZAÇÃO DO PADRÃO DÓLAR FLEXÍVEL (1985-2004).

- *Baixa volatilidade e retomada do controle.*

Nos anos 50 e 60 os EUA tinham maior taxa de desemprego e menor taxa de crescimento do que seus principais parceiros comerciais. A despeito da maior volatilidade dos juros, do câmbio e dos preços das matérias primas, a partir dos anos 80 os EUA cresceram consistentemente a taxas mais altas e menos voláteis do que os demais países desenvolvidos, mantendo estável a hierarquia de renda per capita (pois o crescimento mais rápido da população e da força de trabalho americanas em relação aos demais países praticamente compensou a mais alta taxa de crescimento do produto dos EUA). As taxas de desemprego nos EUA, embora substancialmente mais altas do que no período de Bretton Woods, foram muito menores do que nos demais países centrais (fora o Japão). Ao mesmo tempo, as taxas de inflação nos EUA foram bem baixas e pouco voláteis.

Assim, a partir dos anos 80, no *front* externo, os EUA conseguiram enquadrar os Estados e as moedas rivais, ficando livres de qualquer restrição de balança de pagamento e da necessidade geopolítica de fomentar o desenvolvimento dos demais países centrais e da periferia. Internamente ocorreu, nos EUA, uma grande e decisiva mudança a favor das classes

---

[36] Para a curiosa confirmação empírica por autores ortodoxos do fato de que políticas de taxas de juros nominais elevadas afetam as taxas reais mesmo no longo prazo (invalidando a chamada relação de neutralidade de Fisher, tão cara aos ortodoxos) ver DeLong (1999) e Chadia & Dimsdale (1999). Estes últimos mostram também que os patamares de taxas de juros reais elevados nos EUA e em outros países centrais a partir da década de 80 trouxe de volta as taxas de juros reais para os níveis históricos vigentes antes da Segunda Guerra Mundial, confirmando o caráter excepcional da "Idade de Ouro".

proprietárias tanto em termos de distribuição de renda quanto de poder sobre a atuação do Estado[37].

Em nossa opinião esta grande mudança na performance relativa da economia americana está intimamente ligada a estas mudanças substanciais nas relações de poder internas e externas, o que também explica a estabilidade e a persistência desta performance da economia americana[38].

- *O Acordo do Plaza e a Nova Desvalorização do Dólar.*

Em 1985 o governo americano concluiu que o dólar estava valorizado demais e decidiu engendrar mais uma desvalorização do dólar. No entanto, ao mesmo tempo em que queriam reduzir os juros nominais para provocar uma desvalorização cambial, os EUA queriam manter as taxas de juros reais em dólar relativamente altas como parte central da nova orientação da política monetária de "dinheiro caro", inaugurada por Volcker em 1979.

A saída deste dilema foi fazer um acordo com os principais países industrializados que ficou conhecido como o acordo do Plaza, no qual se garantiu, entre outras coisas, que os juros dos demais países ficariam acima da taxa de juros americana, de forma que o dólar pudesse se desvalorizar mesmo com taxas de juros americanas internas relativamente altas em termos reais.

---

[37] Para dados sobre a mudança da performance relativa americana em termos de inflação, crescimento e taxa de desemprego, ver Cavalieri, Garegnani & Lucii (2004) e Cesaratto, Serrano & Stirati (1999: 50). Para dados sobre a queda substancial da variância tanto da inflação quanto do crescimento na economia americana e demais economias centrais a partir da primeira metade dos anos 80, ver Martin & Rowthorn (2004). Note que diversos autores (como Tavares, 1993) argumentavam, até não muito tempo atrás, que no período pós Bretton Woods, as economias centrais teriam ficado muito mais voláteis e instáveis, e também que os concorrentes dos EUA e da Grã-Bretanha tenderiam a ter performances macroeconômicas superiores aos dos demais países. A evidência empírica, no entanto, aponta a favor das tendências opostas de maior estabilidade macroeconômica nos países centrais e melhor performance relativa americana (e até britânica) já a partir da primeira metade dos anos 80.

[38] Para Garegnani (ver Cavalieri, Garegnani & Lucii (2004)) esta performance diferenciada está ligada ao fato de que nos EUA o conflito de poder interno já estava substancialmente "resolvido" nos anos 80, enquanto que, em diversos outros países centrais a luta contra o Estado de Bem Estar Social e o poder dos trabalhadores ainda continua. Isto tornaria desnecessária a continuação da utilização do desemprego em massa para garantir a "estabilidade" nos EUA, ao contrário dos demais países onde os conflitos são mais fortes. Já para Pivetti, enquanto na Europa é comum a justificativa da política econômica conservadora a partir de uma suposta perda da capacidade dos Estados nacionais de fazer política autônoma, "a ortodoxia financeira e o equilíbrio orçamentário representam de fato a última preocupação dos governos americanos: o crescimento é o seu primeiro objetivo, representando esta, num país de soberania ilimitada como os Estados Unidos, a condição fundamental do consenso político interno" (Pivetti, 2002: 3 [tradução nossa]). Ver também Medeiros (2004b, neste volume).

O acordo marcou o início de um período de quase dez anos nos quais o dólar se desvalorizou em quase 50% (em termos nominais) contra as moedas dos seus principais parceiros comerciais. Esta nova desvalorização do dólar foi um sucesso para os EUA, que conseguiu atingir seu objetivo de melhorar a competitividade externa de sua indústria. Ao mesmo tempo, a valorização das demais moedas teve sérias repercussões negativas para os demais países e foi especialmente desastrosa (ao vir junto com a abertura financeira externa, também fruto de pressão americana) para o Japão.

A desvalorização do dólar, a partir do acordo do Plaza, demonstra o quanto os demais países industrializados estavam cada vez mais incapazes de resistir a "cooperar" com os EUA em mudanças na economia internacional que só beneficiavam diretamente os interesses americanos.

Em meados dos anos 80, a despeito da grande queda da inflação mundial e da demanda por petróleo, a OPEP estava tentando evitar que o preço nominal e real do petróleo se reduzisse muito rapidamente, particularmente através do movimento de restrição de oferta da Arábia Saudita.

Em 1985, com o término da guerra Irã-Iraque e o aumento da oferta, a capacidade ociosa da Arábia Saudita atingiu níveis inviáveis, próximos a 80%, levando este país a desistir de sua política de contenção e forçando uma guerra de preços que reduziu, pela metade, o preço internacional do petróleo em dólares em 1986. Posteriormente, pressões dos demais membros da OPEP e a pressão diplomática americana[39] sobre a Arábia Saudita resultaram no restabelecimento da coordenação no mercado de petróleo e fizeram os preços voltarem a patamares nominais mais próximos ao que era compatível com a política estratégica de segurança energética americana. Com efeito, esta política tem, como uma de suas diretivas evitar que o preço do petróleo em dólares fique muito tempo abaixo do custo de produção do petróleo nos EUA, definindo assim um piso para o preço internacional do petróleo.

- *O Soft Landing do Dólar.*

A grande desvalorização do dólar no período 1985-1995 ocorreu junto com uma queda substancial, não apenas do preço do petróleo, mas também dos preços das commodities internacionais em geral. A inflação nos EUA também continuou em uma trajetória de queda.

Esta experiência permitiu que se observasse que a inflação nos EUA passou a ser muito pouco afetada pela desvalorização do dólar. Em primeiro lugar, porque uma boa parte das importações americanas é de commodities e de petróleo que são negociados em mercados internacionais cujos preços são diretamente denominados em dólar. Os preços destas mercadorias são muito

[39] Rutledge (2003).

afetados no curto prazo pelo crescimento da economia americana e mundial e pelo nível da taxa de juros americana, mas ao contrário do que muitos pensavam baseados na experiência da desvalorização do dólar nos anos 70, estes preços não são afetados diretamente pela desvalorização do dólar[40].

Além disso, mesmo no caso dos preços dos bens importados dos países industrializados que não são denominados em dólar, cujos preços em dólar em princípio acabam aumentando com a desvalorização do dólar, o impacto na inflação americana é bastante reduzido, a despeito do grande aumento do coeficiente de importação da economia americana a partir dos anos 80.

De um lado temos que, mesmo para estes produtos diferenciados que não são commodities, o repasse das desvalorizações do dólar aos preços destes produtos no mercado americano tem sido apenas parcial. Uma fração considerável (e aparentemente crescente) destes bens mantém também seus preços no mercado americano inalterados, quando o dólar se desvaloriza. Isto provavelmente se deve ao medo dos produtores de perder parcelas do mercado americano para produtos de fornecedores de outros países, dado que raramente o dólar se desvaloriza na mesma proporção em relação às diferentes moedas. Este fenômeno ganha importância crescente de meados dos anos 80 até os dias de hoje, pois a crescente abertura da indústria americana às importações tem vindo junto com o estabelecimento de redes de supridores (com freqüência de propriedade de multinacionais americanas) em países em desenvolvimento, especialmente na Ásia, cuja taxa de câmbio é razoavelmente fixa em relação ao dólar por longos períodos de tempo.

Por estes motivos, as desvalorizações do dólar, em geral, geram choques de custos relativamente pequenos na economia americana e afetam mais a taxa de crescimento das exportações americanas do que o ritmo de diminuição das importações.

Mesmo levando em conta estes novos fatores, ainda fica a questão de que, nos anos 70 e no início dos 80, as respectivas desvalorização e valorização do dólar tiveram algum impacto de, respectivamente, aumentar e diminuir a inflação e de lá para cá não tem praticamente tido nenhum efeito.

A resposta a esta pergunta parece estar no fato de que, como vimos acima, a "resistência salarial" na economia americana foi drasticamente reduzida a partir do primeiro governo Reagan, o que faz com que qualquer choque inflacionário (interno ou externo) tenha muito pouco ou nenhum efeito persistente sobre a taxa de inflação, pois os salários reais se tornaram

---

[40] Parboni (1981) e Schulmeister (2000) acreditam nesta relação entre desvalorização do dólar e preços internacionais das commodities. Este último tem dificuldade de explicar o que ocorreu nos anos da grande desvalorização de 1985 a 1995, e apela para o colapso da OPEP como justificava ad-hoc da ausência da relação estipulada neste período.

bastante "flexíveis" para baixo nos EUA, tanto em resposta a choques temporários quanto a choques distributivos mais permanentes. Neste ambiente de baixa propensão à inflação, as empresas acabam percebendo corretamente a maior parte das grandes flutuações de curto prazo do preço de matérias primas, alimentos e petróleo como temporárias, e rapidamente reversíveis. Isto fica mais claro quando vemos que os substanciais aumentos dos preços em dólar das commodities em 1986-87 e 1994-95 também não se sustentaram, nem tiveram impacto inflacionário significativo nos EUA.

- *Robert Rubin e a valorização do dólar (1995-2000).*

Em 1995, o secretário do Tesouro Robert Rubin, em nome de evitar uma crise financeira global fora dos EUA, conseguiu fazer o governo Clinton mudar a direção da trajetória do valor externo do dólar (ver Delong & Eichengreen, 2001).

A preocupação maior parece ter sido que o yen, cada vez mais forte em relação ao dólar, estava levando o Japão a uma situação financeira insustentável, não só pela crescente perda de dinamismo das exportações japonesas, mas principalmente porque o valor em yen dos ativos externos dos bancos e firmas japonesas se desvalorizava continuamente, o que prolongava e agravava a crise financeira doméstica e a estagnação do país.

Além disso, ao mesmo tempo, a Europa caminhava na direção do euro, e a sobrevalorização das moedas européias significava a perda de dinamismo das exportações externas à da região o que, combinada com as políticas fiscais internas contracionistas seguindo as regras absurdas do Tratado de Maastricht, estava levando a uma estagnação que colocava em risco a possibilidade de uma passagem tranqüila para a moeda única.

A valorização então foi feita através da criação de um diferencial positivo entre os juros nominais dos EUA em relação à Europa e o Japão. De fato, a taxa de juros americana se manteve superior às demais até o final do século e o dólar se valorizou continuamente. A taxa nominal de juros, acima da dos demais países avançados, mais uma vez atraiu uma grande entrada de capital externo nos EUA. A grande valorização da bolsa que começou em 1995, estimulou ainda mais a entrada de capital externo em busca de ganhos de capital. Estes fluxos de capital externo aumentaram ainda mais a "exuberância irracional" do mercado e a valorização das ações gerando uma verdadeira bolha especulativa, onde os preços das ações cresciam a níveis recordes.

Ao mesmo tempo, os ganhos de capital espetaculares gerados pela bolha da bolsa de valores, particularmente na bolsa Nasdaq de ações de empresas de alta tecnologia, criavam fortes interesses contra a subida da taxa de juros. O próprio Alan Greenspan do FED, que alguns anos antes alertara contra a "exuberância irracional" do mercado de ações americanos

passou a justificar o fato do FED não subir os juros, a despeito da redução da taxa de desemprego abaixo do nível que, supostamente, acabaria acelerando a inflação através de referências a uma suposta mudança estrutural na economia americana devido a "Nova Economia", que permitiria taxas de crescimento não inflacionárias mais elevadas.

O investimento privado não-residencial que foi crescendo acompanhando a expansão, começou a se acelerar desproporcionalmente nos setores ligados à chamada "Nova economia" (internet, telecomunicações, informática) quando a disponibilidade de financiamento muito barato, através de esquemas de capital de risco ("venture capital"), ajudava a difundir no mercado expectativas completamente despropositadas da expansão e rentabilidade destes setores no futuro. Este aumento da taxa de investimento privado, que se mostrou insustentável, acelerou o crescimento da demanda agregada e da economia.

Em 1998, em parte como resultado da crise da Rússia, ocorreu outro colapso no preço do internacional petróleo. O governo americano, mais uma vez, atuou diretamente fazendo pressão sobre a Arábia Saudita em apoio a uma maior coordenação da OPEP com o objetivo, não apenas de recuperar o nível de preço anterior, mas também forçar uma elevação do preço para patamares superiores. Esta elevação foi vista como necessária para tornar o preço internacional do petróleo compatível com os novos custos de produção da indústria americana que são crescentes devido a novos custos regulatórios e ecológicos, e à decisão americana de começar a explorar o petróleo do Alaska (Rutledge, 2003).

Estes esforços acabam sendo bem sucedidos, e mais recentemente (já no governo W. Bush) os EUA dão continuidade a esta política de sustentação de preços através, inclusive, de um substancial aumento das compras de petróleo para encher os tanques das reservas estratégicas de petróleo do governo americano.

A estratégia de recuperação do preço do petróleo funcionou e ocorre um grande aumento do preço internacional do petróleo em 1999-2000. Este aumento, que tem se mostrado mais permanente, acabou sendo inteiramente absorvido por salários reais mais baixos sem grande impacto permanente sobre a inflação americana, mostrando mais uma vez o quanto a "inércia inflacionária" se reduziu nos EUA.

De qualquer forma, o rápido crescimento da demanda agregada, a queda da taxa de desemprego a níveis baixos que não se viam desde os anos 70, e a modesta aceleração temporária da inflação por conta do aumento do preço do petróleo em 1999-2000, fizeram o FED começar a subir os juros nominais.

Este início de subida dos juros levou a um movimento de realização de lucros das ações que acabou sendo suficiente para estourar a bolha da bolsa Nasdaq, que entrou em colapso. O mercado finalmente percebeu a

grande e insustentável capacidade ociosa que estava sendo gerada nestes setores. O investimento privado se reduziu brusca e significativamente, e a economia entrou em recessão por dois trimestres.

- *O Crescente Déficit Externo em Conta Corrente.*

Em todo este período de valorização do dólar e crescimento acelerado da economia americana, o déficit em conta corrente dos EUA cresceu significativamente, tendo chegado mais recentemente em torno de 5% do PIB.

No entanto, no atual padrão dólar flexível, os crescentes déficits em conta corrente não impõem nenhuma restrição de balança de pagamentos à economia americana. Como o dólar é o meio de pagamento internacional, ao contrário dos demais países, praticamente todas as importações dos EUA são pagas em dólar. Isto também implica que praticamente todos os passivos externos americanos são também denominados em dólar. Como os dólares são emitidos pelo FED (banco central americano) é simplesmente impossível (enquanto as importações americanas forem pagas em dólar) os EUA não terem recursos (dólares) suficientes para pagar suas contas externas. Além disso, naturalmente é o FED que determina diretamente a taxa de juros de curto prazo do dólar, enquanto as taxas de juros de longo prazo em dólar são inteiramente dominadas pelas expectativas do mercado sobre o curso futuro da taxa do FED.

Portanto, como a "dívida externa" americana é em dólar, os EUA estão na posição peculiar de determinar unilateralmente a taxa de juros que incide sobre sua própria dívida externa. Como a dívida pública americana que paga os juros determinados pelo FED é o ativo financeiro de maior liquidez em dólar, ela é também o ativo de reserva mais importante do sistema financeiro internacional (Serrano, 2002).

Uma outra conseqüência do fato dos passivos externos americanos serem denominados em dólar é que, quando o dólar se desvaloriza em relação à moeda de algum outro país, quem sofre as perdas patrimoniais são os detentores da dívida externa americana deste país, e não os EUA. Além disso, como vimos acima, mesmo uma grande desvalorização cambial tem muito pouco efeito sobre a inflação nos EUA, enquanto que o impacto inflacionário de uma desvalorização cambial de outras moedas é maior nos demais países, já que estes não emitem a moeda internacional, e que os preços das commodities e do petróleo são fixados em dólar.

Estas assimetrias geradas pelo papel do dólar como moeda internacional foram confirmadas pelos fatos nos últimos anos. Em 2001, a recessão americana já havia se iniciado pela queda do investimento privado, quando houve o ataque terrorista de 11 de setembro. A resposta da política econômica americana à crise foi rápida e drástica. Os juros básicos foram

reduzidos; houve uma enorme injeção coordenada de liquidez no sistema financeiro internacional pelo FED em conjunto com os bancos centrais dos demais países ricos, ampliação dos gastos públicos, cortes de impostos, ajuda financeira do governo a setores particularmente prejudicados como companhias aéreas e de seguros etc. Este conjunto de medidas certamente evitou o aprofundamento da recessão e a desorganização do sistema financeiro.

Com os ataques terroristas, houve naturalmente um movimento no mercado financeiro internacional de fuga para a "qualidade" devido à percepção de aumento do risco e da incerteza. O movimento foi agravado pelo medo inicial de que a "guerra contra o terrorismo" acabasse levando a uma maior supervisão e controle dos fluxos internacionais de capitais para combater os canais de lavagem de dinheiro, e localizar os fluxos de financiamento do terrorismo. Esta "fuga para a qualidade" levou o mercado a fugir **para o dólar** e não do dólar, apesar da redução dos juros, mais do que confirmando que o dólar é a moeda de reserva da economia mundial capitalista, para a qual se foge em momentos de crise – mesmo que a crise no caso ocorra no centro financeiro do próprio dólar, ou seja, em Nova York.

Estas medidas expansionistas e de controle de danos, descritas acima, já pareciam estar começando a surtir seus efeitos expansivos em 2002 quando a ENRON e as demais grandes companhias foram pegas falsificando seus balanços contábeis. Isso acabou por estourar de vez a bolha do mercado de ações em geral que tinha sobrevivido, com a ajuda discreta do FED, não apenas ao estouro da bolha Nasdaq, mas até ao ataque terrorista de 11 de setembro.

Como a valorização do dólar estava sendo mantida em boa parte pela demanda de investidores estrangeiros pelos papéis negociados na bolsa de valores americana, e também como o FED já vinha reduzindo rapidamente (e bem mais do que os demais países) a taxa de juros americana depois do ataque, é natural que o dólar tenha começado a se desvalorizar. Mesmo assim, o resultado desta saída de capitais dos EUA e da desvalorização do dólar foi a contínua redução (e não aumento) das taxas de juros americanas, o que amorteceu os prejuízos de agentes americanos endividados internamente – e ajudou a manter o fôlego dos mercados de imóveis e de bens de consumo duráveis.

Isto mostrou mais uma vez que os EUA simplesmente **não** precisam destes fluxos de capitais externos para financiar seu déficit externo em conta corrente. O déficit externo americano continua a ser automaticamente financiado no momento em que as transações que geram este déficit são denominadas e pagas na moeda nacional americana. Que outro país tem uma queda da bolsa, uma fuga de capitais externos e **reduz** a taxa de juros?

Em 2003 e no início de 2004, embora o dólar estivesse tendendo a se desvalorizar, alguns países – particularmente na Ásia, como o Japão a China, entre outros – fizeram o possível para evitar que suas moedas se valorizassem em relação ao dólar. De um lado, estes países não queriam que os custos em dólar de suas exportações aumentassem, gerando queda de rentabilidade ou perda de parcela de mercado para seus produtos nos mercados internacionais. Além disso, a valorização das moedas destes países que detêm grandes quantidades de ativos financeiros em dólar levaria a grandes perdas patrimoniais para as empresas e para os sistemas financeiros locais. Por conta disso, seus bancos centrais deixaram suas reservas externas em dólar aumentar continuamente, na tentativa de evitar a valorização de suas taxas de câmbio.

Diante disso, se houvesse fundamento para os que se preocupam com o déficit externo americano, o governo americano deveriam ter comemorado o fato de que, embora os agentes privados tivessem "fugido do dólar" nos últimos tempos, os governos dos países asiáticos estavam ajudando a minorar a desvalorização do dólar e financiando o enorme déficit de conta corrente americano, evitando assim a "crise do dólar". O que ocorreu, contudo, foi exatamente o oposto. Foi crescente e nada sutil a ofensiva diplomática americana pressionando os países asiáticos para que deixassem suas moedas se valorizarem. A pressão sobre a China para abandonar o câmbio fixo e valorizar o yuan em particular, foi bem forte e foram crescentes as acusações de autoridades americanas de que os países asiáticos eram "mercantilistas" e praticavam "concorrência desleal". A razão desta pressão é bem simples: naquele momento, a prioridade americana era reativar sua própria economia. Para isso, era do interesse americano desvalorizar o dólar, ampliar as exportações e reduzir as importações americanas. Os asiáticos atrapalharam este plano ao evitarem a valorização de suas moedas. Isto mostrou claramente que o governo americano não ficou minimamente preocupado que uma desvalorização do dólar viesse causar qualquer problema.

A retomada da economia americana recente, com o dólar se desvalorizando e déficits fiscais crescentes puxados por gastos militares num contexto de déficit externo em conta corrente, guarda várias semelhanças com a situação de meados da década de 80. Naquela época, diversos analistas se mostravam descrentes quanto à possibilidade desta combinação de políticas dar certo. Novamente agora se tornou comum

apostar na possibilidade da perda de liderança dos EUA e do dólar, ou numa grave crise econômica mundial ou ambas as coisas. Esta é uma posição curiosa dado que, como vimos acima, nada disso ocorreu nos anos 80. Apesar da recessão no início do século XXI ter sido historicamente uma das mais suaves (a despeito dos vários choques descritos acima) muitos analistas insistem que, desta vez, a situação da economia americana é de muito maior fragilidade.

Um dos argumentos que está em voga, e foi encampado pelos economistas do Partido Democrata nos EUA, é que o déficit público e a dívida pública estão em trajetórias insustentáveis. Outro é o de que a fragilidade financeira do setor privado americano é muito maior desta vez e que o crescimento só está se sustentando a partir de mais uma bolha artificial movida a crédito, ligada agora aos preços dos imóveis. E o terceiro é que (mais uma vez) o déficit externo em conta corrente e (por conta disso) o passivo externo líquido americano estão numa trajetória insustentável, que desta vez levará sim a uma crise final do dólar. Vamos examinar mais de perto estes três argumentos.

- *Minsky versus os Minskyanos?*

Tendo seus temores de uma crise americana a partir dos crescentes déficits externos em conta corrente desmentidos pelos fatos recentes, muitos analistas se voltaram para o argumento de que a fragilidade dos EUA está agora no problema do déficit público e da dívida pública interna, que estariam em trajetórias insustentáveis.

Em sua melhor versão, o argumento é de que os crônicos déficits externos em conta corrente representam um grande vazamento de demanda agregada no fluxo circular da renda americano. Estes vazamentos acabam requerendo, para que a economia cresça a taxas que gerem níveis aceitáveis de desemprego num contexto em que o setor privado deixa de ter déficits financeiros, crescentes déficits públicos compensatórios[41]. Estes déficits públicos estariam levando a uma dinâmica insustentável da dívida interna americana, e se esta tendência for mantida rapidamente a dívida atingiria valores inaceitáveis.

Esse argumento nos parece bastante frágil. Em primeiro lugar, devia ser evidente que o governo americano não vai ficar sem dinheiro para pagar sua dívida interna, se algum dia ela chegar a este misterioso nível que seria "inaceitável". Além disso, estes analistas não têm apresentado, explicitamente, que hipóteses estão sendo feitas para se chegar a esta estranha conclusão sobre a dinâmica explosiva da dívida. Na realidade, um

[41] O principal expoente desta visão é Wynne Godley e seus seguidores no Levy Institute nos EUA e no Cambrdigde Endowment for Research in Finance na Inglaterra (ver especialmente Godley & Izurieta, 2004).

déficit público elevado somente gera a uma dívida pública crescente e sem limite em relação ao produto se a taxa de juros que incide sobre o passivo do setor público for maior que a taxa de crescimento da economia. Não apenas tal condição não tem ocorrido, como também nesses últimos anos não há motivo para achar que o governo americano, que tem um grau de liberdade maior do que qualquer outro país do mundo para determinar unilateralmente suas taxas de juros, vá permitir que tal condição ocorra por períodos prolongados. Mas mesmo se essa situação crítica viesse a ocorrer isto não levaria a esta ilógica "insolvência do governo"; embora certamente implicaria em crescentes transferências de rendas do governo para os detentores dos títulos públicos – um processo que, se levado longe demais, inevitavelmente acabaria por gerar resistência política de outros grupos não favorecidos.

Quanto ao argumento sobre o setor privado americano, seria interessante, antes de tudo, relembrar as lições de Hyman Minsky, um autor muito admirado por estes analistas por ser um teórico da instabilidade financeira do capitalismo moderno.

Inegavelmente, Minsky argumentava que o setor privado da economia americana tendia a crescer através de bolhas especulativas de valorização de ativos. A expansão do consumo e do investimento privado residencial e não residencial tendia a gerar endogenamente estruturas financeiras cada vez mais frágeis; em parte por conta do "efeito manada" do otimismo que levava a convenções e expectativas que subestimavam os riscos, e também por conta do crescente efeito de vazamento que os impostos e as importações tinham sobre o crescimento da massa de lucros realizada pelas firmas. Estes vazamentos, ao fazer o lucro retido crescer menos que os gastos em investimento, levavam a um aumento da dependência das empresas em relação aos financiadores. Nestas condições de crescente alavancagem, qualquer evento novo que levasse a uma súbita reversão das expectativas podia deflagrar uma crise.

Embora algumas críticas possam ser feitas a esta teoria financeira dos ciclos[42] , o que nos interessa aqui é que o próprio Minsky argumentava que, apesar do setor privado exibir esta dinâmica financeira inerentemente instável, a economia americana não corria o risco de entrar novamente numa crise séria e prolongada como a da grande depressão dos anos 30. Isso simplesmente porque a política econômica do governo não deixaria que isto ocorresse. De um lado, como apontava Minsky e como mostra a história americana, o governo americano pode e (sempre que quer) usa a política fiscal expansionista, tanto em termos dos efeitos dos estabilizadores automáticos, quanto ativamente com cortes de impostos e especialmente aumentos de gastos públicos (particularmente os militares) para retirar a

---

[42] Teoria esta que partilha de alguns dos problemas comuns das funções investimento Kaleckianas como os apontados por Petri (1993).

economia da recessão. Diga-se de passagem, a única recessão mais profunda do pós-guerra foi a do início dos anos 80 onde as políticas contracionistas foram usadas de propósito para derrubar a inflação e enfraquecer o poder de barganha da classe trabalhadora e dos Estados rivais; as políticas expansionistas foram retomadas assim que estes objetivos foram sendo cumpridos.

Além da política fiscal, que o autor chamava de *Big Government*, para Minsky o governo americano sempre entrava como emprestador de última instância, socorrendo instituições financeiras capazes de gerar risco sistêmico, baixando juros para facilitar o refinanciamento dos passivos privados de forma a evitar uma deflação de débitos etc. Assim a resposta de Minsky à pergunta "Pode Acontecer de Novo?" (referindo-se à Grande Depressão) nos EUA é simplesmente: não! Minsky percebeu muito bem que o Estado capitalista americano aprendeu "o truque", como dizia Kalecki[43].

- *Hicks e o déficit externo americano: fraqueza ou força?*

Vejamos agora o último argumento sobre uma possível crise do dólar que pode ocorrer se o déficit em conta corrente americano começar a crescer de forma indesejável.

Há muitos anos atrás Hicks (1989) já se perguntava se o papel de moeda internacional poderia adequadamente ser desempenhado por uma moeda "fraca" como o dólar americano – "fraca" no sentido de ser a moeda de um país com uma tendência crônica de incorrer em déficits externos na conta corrente. Nesse ponto, é útil distinguir entre três aspectos diferentes desta questão central.

O primeiro aspecto pode ser resumido na seguinte pergunta: seria razoável supor que outros países vão deixar de aceitar dólares como pagamento de exportações para os EUA no futuro próximo? Como os EUA ainda são o maior mercado do mundo para a maior parte dos bens e serviços, não aceitar dólares significa na prática ser excluído deste mercado – a não ser que todos os demais países exportadores para os EUA se recusem a aceitar o dólar ao mesmo tempo, de forma coordenada. Além disso, estimativas oficiais recentes mostram que pelo menos um terço do déficit em conta corrente americano é na realidade gerado por exportações do exterior para os Estados Unidos de firmas multinacionais americanas. Estas empresas (por motivos óbvios) não vão recusar pagamentos em dólares, além do que a estas devemos certamente somar toda sua rede de fornecedores locais. Em todo caso é improvável, especialmente dada a atual superioridade militar americana, que os EUA não encontrem países em desenvolvimento que aceitem pagamentos em dólares em troca de petróleo e outras matérias primas. Portanto, é altamente provável que os EUA

[43] Ver ensaios reunidos em Minsky (1982).

continuem no futuro próximo a pagar suas importações diretamente em dólares, o que torna automático o financiamento de sua conta corrente.

Nas condições atuais, somente uma grande inflação nos EUA poderia reduzir substancialmente o papel do dólar como meio de pagamento internacional, pois enfraqueceria substancialmente o poder de compra do dólar nos mercados de bens e serviços tanto internos, nos EUA, quanto internacionais, o que poderia começar a tornar conveniente fazer transações em outras moedas.

O segundo aspecto da questão de Hicks nos leva a uma segunda questão: e se o déficit da conta corrente crescer demais? Usualmente o acúmulo de déficits em conta corrente leva a um crescimento exponencial (a taxas de juros compostas) da renda líquida dos fatores enviada ao exterior. Isto ainda não aconteceu nos EUA basicamente porque a taxa de retorno dos ativos americanos no exterior tem sido muito superior à taxa de retorno do passivo externo líquido americano. Mas é bem possível que venha a ocorrer.

Não obstante, ao contrário dos outros países onde a maior parte (quando não o total) dos passivos externos são denominados em outras moedas, os EUA detêm a prerrogativa de reduzir o serviço financeiro de sua dívida "externa" meramente através de uma redução das taxas de juros domésticas. Uma redução dos juros americanos tenderia a levar a uma desvalorização do dólar que, por sua vez, ajudaria também a reduzir o déficit comercial.

Isto nos traz ao terceiro aspecto da questão do dólar encapsulado na seguinte pergunta: o que ocorreria se por algum motivo os residentes dos demais países começassem a vender seus ativos em dólar? Se os agentes privados e/ou o governo de um único país resolvessem vender em massa seus ativos em dólar, a moeda daquele país certamente iria se valorizar drasticamente em relação ao dólar. Mas isto provavelmente significaria que este país perderia parcelas de mercado de exportação nos EUA e em outros mercados internacionais dolarizados. Além disso, esta grande valorização da moeda local de um país que é credor líquido dos EUA provavelmente levaria também a uma crise financeira interna, pois o valor na moeda local dos ativos externos dos detentores da dívida externa americana seria reduzido. Não é nem um pouco claro que seja do interesse do Estado, das empresas e dos bancos deste país deixar que tal valorização cambial ocorra.

Os analistas que prevêem a crise do dólar devido à venda de ativos em dólares de estrangeiros parecem esquecer que algo próximo disso já aconteceu nos anos 80, quando o Japão entrou em crise a partir da grande valorização do yen e é o que ambos, o Japão e a China, estão tentando a todo custo evitar, como vimos acima, na primeira década do século XXI[44].

[44] Note que autores outrora ortodoxos como Ronald Mckinnon (ver Mckinnon & Schnabl 2004) perceberam bem este aspecto do novo sistema (ver também Dooley Folkerts-Landau

Por seu lado, os países da Eurolândia protestam por não estar conseguindo fazer o mesmo que os asiáticos.

É importante notar que a desvalorização do dólar em relação a apenas uma moeda, mesmo que substancial, tende a não ter um efeito significativo nos preços internacionais em dólar ou na inflação americana, precisamente porque os outros países usam esta oportunidade para roubar parcelas de mercado de exportações deste país.

Portanto, somente um movimento coletivo de venda de ativos em dólar razoavelmente coordenado entre diversos países ao mesmo tempo poderia gerar preços internacionais em dólar bem mais altos e pressões inflacionárias nos EUA, o que nos parece muito improvável nas condições geopolíticas atuais. Mesmo assim, somente se o impacto deste possível choque externo detonasse um processo inflacionário mais persistente e crônico nos EUA e nos preços internacionais em dólar, seria provável que o dólar realmente começasse a perder seu papel atual. Mas, como vimos acima, a inflação nos EUA só pode se acelerar de forma persistente se de alguma forma os trabalhadores voltarem a reagir com aumentos de salários nominais às perdas advindas de choques inflacionários, o que necessitaria de uma mudança substancial no poder de barganha da classe trabalhadora nos EUA.

Portanto, devemos concluir que, dadas as relações de poder internas (que se manifestam como baixa resistência salarial e inércia inflacionária) e externas (em termos econômicos, políticos e especialmente militares), o padrão dólar flexível deve se manter por mais algum tempo, até que haja mudanças mais estruturais nestas relações. Hicks parece, afinal (mais uma vez), ter se enganado. Na realidade o dólar pode ser "fraco" justamente **porque** é a moeda internacional.

Referências Bibliográficas

ABRENA, M.; EPSTEIN, G. & POWER, D. (2003) Trends in the rentier income share in OECD Countries, 1960-2000. Working paper series, n. 58a, *Political Economy Research Institute*, University of Massachusetts Amherst.

ASPROMOURGOS, T. (1996) *On the origins of classical economics: distribution and value from William Petty to Adam Smith.* Routledge, London.

& Garber, 2003). Para uma análise crítica da visão de Mckinnon, ver Medeiros (2004b, neste volume).

AYOUB, A. (1994) Oil: economics and politics. *Energy Studies Review*, v. 6, n. 1, Canadá.

BAGHLI, M., CETTE, G. & SYLVAIN A. (2003) Les determinants du taux de marge en france et quelques autres grands pays industrialises: analyse empirique sur la periode 1970-2000. Janvier, *Notes d'études et de recherche,* Banque de France.

BUNZEL, H. & VOGELSANG, T. (2003) Powerful trend function tests that are robust to strong serial correlation with an application to the Prebisch-Singer hypothesis. mimeo, *Iowa State University*.

CASHIN, P. & MCDERMOTT, C. (2002) The long-run behaviour of commodity prices: small trends and big variability. *IMF Staff Papers*, v. 49.

CAVALIERI, T.; GAREGNANI, P. & LUCII, M. (2004) La sinistra e l'occupazione: anatomia di una sconfitta. *La Rivista Del Manifesto,* n. 48, marzo.

CESARATTO, S.; SERRANO, F. & STIRATI, A. (2003) Technical change, effective demand and employment. *Review of Political Economy*, v.15, n. 1.

CHADIA, J. & DIMSDALE, N. (1999) A long view of real rates, *Oxford review of Economic Policy*, v. 15, n. 2.

CICCONE, R. (1991) Review of Growth, distribution and uneven development by A. Dutt. *Contributions to Political Economy*.

DE LONG, J. (1995a) Keynesianism, Pennsylvania-avenue style: some economic consequences of the 1946 Employment Act. *University of California,* mimeo, Berkeley.

_____. (1995b) America's only peacetime inflation: the 1970s. *University of California*, mimeo, Berkeley.

_____. (1999) America's historical experience with low inflation. *University of California,* mimeo, Berkeley.

DeLong, J. e Eichengreen, B. (2001) Between Meltdown and Moral Hazard: The International Monetary and Financial Policies of the Clinton Administration. *NBER Working Paper, n.* 8443, August.

DOOLEY, M.; FOLKERTS-LANDAU, D. & GARBER, P. (2003) An essay on the revived Bretton Woods system. *NBER Working Papers,* n. 9971, September.

EPSTEIN, G. & POWER, D. (2003) Rentier incomes and financial crises: an empirical examination of trends and cycles in some OECD countries. Working paper series, number 57, *Political Economy Research Institute*, University of Massachusetts, Amherst.

GAREGNANI, P. (1978/9) Notes on consumption, investment and effective demand, in: J. Eatwell & Milgate (eds.) *Keynes's economics and the theory of value and distribution.* Duckworth, London, 1983.

GODLEY, W. & IZURIETA, A. (2004) Balances, imbalances and fiscal targets a new cambridge view. *CERF* - Cambridge endowment for research in finance University of Cambridge, mimeo, Cambridge.

HICKS, J. (1974) *The crisis in Keynesian economics.* Basic Books, New York.

_____. (1989) *A market theory of money.* Clarendon, Oxford.

KALDOR, N. (1976) Inflation and recession in the world economy. *Economic Journal*, v. 86.

_____. (1989) The role of commodity prices in economic recovery, in: KALDOR, N.; TARGETTI, F. & TIRWALL, A. (eds.) - *Further essays on economic theory and policy,* Duckworth, London.

KALECKI, M. (1943) Political aspects of full employment, in: OSIATYNSKI, J. (ed.) *Collected works of Michal Kalecki.* v. I, Oxford, England: Clarendon Press, 1990.

_____. (1971) Class struggle and distribution of national income, in: OSIATYNSKI, J. (ed.) *Collected works of Michal Kalecki,* v. II, Oxford, England: Clarendon Press, 1991.

KALECKI, M. & KOWALIK, T. (1971) Observations on the ‘crucial reform, in: OSIATYNSKI, J. (ed.) *Collected works of Michal Kalecki*. v. II, Oxford, England: Clarendon Press, 1991.

KOTZ, D.; MCDONOUGH, T. & REICH, M. (1994) *Social structures of accumulation: the political economy of growth and crisis*. Cambridge University Press, Cambridge.

KRUEGER, A. (1999) Measuring Labor's Share. NBER Working Paper, n. 7006, Março.

LABINI, P. (1984) Preços rígidos, preços flexíveis e inflação, in: LABINI, P. *Ensaios sobre desenvolvimento e preços,* Forense, Rio de Janeiro.

MARGLIN, S. & SCHOR, J. (1990) *The golden age of capitalism: reinterpreting the postwar experience.* Clarendon Press, Oxford.

MARGLIN, S. (1990) Lessons of the golden age: an overview, in: MARGLIN, S. & SCHOR, J. (eds.) *The Golden Age of capitalism: reinterpreting the postwar experience*. Clarendon Press, Oxford, 1990.

MARTIN, B. & ROWTHORN, B. (2004) Will stability last? *UBS Research Paper.*

MCKINNON, R. & SCHNABL, G. (2004) The east asian dollar standard, fear of floating and original sin. August, *Review of Development Economics.*

MEDEIROS, C. (2001) Rivalidade estatal, instituições e desenvolvimento econômico, in: FIORI, J. L. & MEDEIROS, C. (orgs.) *Polarização e mundial e crescimento.* Ed. Vozes, Petrópolis.

_____. (2004a) O desenvolvimento tecnológico americano no pós-guerra como um empreendimento militar, *neste volume*.

_____. (2004b) A economia política da internacionalização sob liderança dos EUA: Alemanha, Japão e China, *neste volume*.

MEDEIROS, C. & SERRANO, F. (1999) Padrões monetários internacionais e crescimento, in: FIORI, J. L. (org.) *Estados e moedas no desenvolvimento das nações.* Ed. Vozes, Petrópolis.

MINSKY, H. (1982) *Can 'it' happen again? essays on instability and finance.* ME Sharpe Inc., Armonk.

NAU, H. (1992) *O mito da decadência dos EUA.* Ed. Jorge Zahar, Rio de Janeiro.

NELSON, E. (2004) The great inflation of the seventies: what really happened? *Federal Reserve Bank of St. Louis, Working Paper*, January.

NORDHAUS, W. (1972) The worldwide wage explosion. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2.

O'CONNELL, A. (2001) The return of vulnerability and Raul Prebisch's early thinking on 'El ciclo económico argentino. mimeo*, Cepal*.

OCAMPO, J. & PARRA, M. (2004) The commodity terms of trade and their strategic implications for development. mimeo*, Cepal*.

PANIC, M. (1995) The Bretton Woods system: concept and practice, in: MICHIE, J. & SMITH, J. *Managing the global economy.* Oxford University Press.

PARBONI, R. (1981) *The dollar and its rivals.* Verso, London.

PETRI, F. (1993) Critical notes on kaleckis's theory of investment, in: MONGIOVI, G. & RUHL, C. (eds.) *Macroeconomic theory: diversity and convergence*, Edgar Elgar, Cheltenham.

_____. (1997) On the theory of aggregate investment as a function of the rate of interest, *Quaderni del dipartimento di economia politica*, n. 215, Siena.

PICCIONI, M. & RAVAGNANI, F. (2001) Absolute rent and the 'normal price' of exhaustible resources. *Centro Piero Sraffa, Universitá RomaTre,* mimeo, Roma.

PIKETTY, T. & SAEZ, E. (2001) Income inequality in the United States, 1913-1998. September, *NBER Working Paper, n*. 8467.

PIVETTI, M. (1992) Military spending as a burden on growth: an 'underconsumptionist' critique. *Cambridge Journal of Economics*, n. 16, Cambridge.

_____. (1991) *An essay on money and distribution.* Macmillan, London.

_____. (2002) Vanno oltre il petroleo le ragioni della guerra. *Giano Pace, ambiente e problemi globali***.** *n. 42 , Settembre – dicembre.*

POLLIN, R. (2002) Wage Bargaining and the US Phillips Curve: was Greenspan right about traumatized workers in the 90s?. mimeo, *Political Economy Research Institute*, University of Massachusetts Amherst.

POTERBA, J. (1997) The rate of return to corporate capital and factor shares. *NBER Working Paper,* n. 6263.

RONCAGLIA, A. (2003) Energy and market power: an alternative approach to the economics of oil. *Journal of Post Keynesian Economics*, 25 (4).

RUTLEDGE, I. (2003) Profitability and supply price in the US domestic oil industry: implications for the political economy of oil in the twenty-first century. *Cambridge Journal of Economics,* 27, Cambridge.

SCHULMEISTER, S. (2000) Globalization without global money: the double role of the dollar as national currency and world currency. *Journal of Post Keynesian Economics*, 22 (3).

SERRANO, F. (1988) Teoria dos Preços de produção e o princípio da demanda efetiva. *Dissertação de mestrado* (não publicada), Rio de Janeiro, *Instituto de Economia*, UFRJ, Rio de Janeiro.

_____. (1993) Review of Pivetti's essay on money and distribution. *Contributions to Political Economy*.

_____. (1996) The Sraffian supermultiplier, *Tese de doutorado* (não publicada), *Universidade de Cambridge,* Cambridge, Inglaterra.

_____. (2002) Do ouro imóvel ao dólar flexível. *Economia e Sociedade*. v. 11, n. 2 (19), Campinas.

SOLOMON, R. (1982) *The international monetary system: 1945-81.* Harper & Row, New York.

STIRATI, A. (2001) Inflation, unemployment and hysteresis: an alternative view. *Review of Political Economy*, October.

STIRATI, A.; CESARATTO S. & SERRANO, F. (1999) Is technical change the cause of unemployment?" in: BELLOFIORE, R. (ed.) *Global money, capital restructuring and the changing patterns of labour.* Edward Elgar, Cheltenham.

TAVARES, M. (1985) A retomada da hegemonia norte-americana, in: TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. (orgs.) *Poder e Dinheiro, uma economia política da globalização.* Ed. Vozes, Petrópolis, 1997.

_____. (1993) Ajuste e reestruturação nos países centrais: a modernização conservadora, in: TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. *Desajuste global e modernização conservadora.* Ed. Paz e Terra, Rio de Janeiro.

TAVARES, M. C. & BELLUZZO, L (1986) Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea, in: REGO, J. (org.) *Inflação inercial, teorias sobre inflação e Plano Cruzado.* Ed. Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1986.